

Dictamen del Comité Económico y Social Europeo sobre la «Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifica la Directiva 2014/65/UE para hacer que los mercados de capitales públicos de la Unión resulten más atractivos para las sociedades y para facilitar el acceso al capital a las pequeñas y medianas empresas y se deroga la Directiva 2001/34/CE»

[COM(2022) 760 final — 2022/0405 (COD)]

sobre la «Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple en sociedades que solicitan la admisión a cotización de sus acciones en un mercado de pymes en expansión»

[COM(2022) 761 final — 2022/0406 (COD)]

y sobre la «Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se modifican los Reglamentos (UE) 2017/1129, (UE) n.º 596/2014 y (UE) n.º 600/2014 para hacer que los mercados de capitales públicos de la Unión resulten más atractivos para las empresas y para facilitar el acceso al capital a las pequeñas y medianas empresas»

[COM(2022) 762 final — 2022/0411 (COD)]

(2023/C 184/20)

Ponente: **Kęstutis KUPŠYS**

Consultas	Consejo de la Unión Europea, 6.2.2023 [COM(2022) 760 final] y [COM(2022) 762 final]; 8.2.2023 [COM(2022) 761 final] Parlamento Europeo, 1.2.2023
Base jurídica	Artículo 50, apartado 1, y artículos 114 y 304 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea
Sección competente	Unión Económica y Monetaria y Cohesión Económica y Social
Aprobado en sección	2.3.2023
Aprobación en el pleno	23.3.2023
Pleno n.º	577
Resultado de la votación (a favor/en contra/abstenciones)	123/2/5

1. Conclusiones y recomendaciones

1.1. Aumentar la financiación mediante fondos propios de las empresas europeas es fundamental para garantizar la recuperación tras la COVID-19 y construir un sistema económico europeo resiliente ante la guerra de Rusia contra Ucrania. Por este motivo, el Comité Económico y Social Europeo (CESE) acoge con gran satisfacción la Ley de cotización que propone la Comisión.

1.2. El Comité considera que llevar a las sociedades familiares a los mercados de capitales abriría un potencial sin explotar para atraer capital destinado al crecimiento, y que el régimen de derechos de voto múltiple ayuda a las familias a conservar el control, haciendo que la participación en bolsa les resulte más atractiva. El CESE está de acuerdo en que debería elaborarse un marco detallado a nivel nacional, que fomente al mismo tiempo una armonización de alto nivel a escala de la Unión Europea (UE).

1.3. El CESE también acoge con satisfacción la iniciativa de la Comisión de racionalizar el contenido del folleto, lo que reduciría significativamente los costes y la carga para los emisores.

1.4. En general, el Comité acoge favorablemente la propuesta de dar a los emisores la opción de publicar un folleto únicamente en inglés, ya que se ha impuesto como lengua habitual de los inversores internacionales. Sin embargo, la publicación de un documento completo, y no solo de la nota de síntesis, en las lenguas nacionales capacitaría a los inversores minoristas locales. El CESE recomienda a los emisores que tengan en cuenta que el uso de documentos de emisión «únicamente en inglés» obstaculizaría el desarrollo de una base nacional de inversión minorista.

1.5. El CESE señala que es probable que la agrupación de la investigación sobre inversiones con otros servicios aumente la visibilidad de las pequeñas y medianas empresas (pymes) que cotizan en bolsa. Por consiguiente, el Comité acoge con satisfacción el aumento propuesto del umbral de separación a 10 000 millones EUR; sin embargo, también pueden ser necesarias nuevas medidas para fomentar la investigación independiente.

1.6. El CESE valora muy positivamente el enfoque de la Comisión para mitigar la inseguridad jurídica en relación con los requisitos de divulgación de información. Sin embargo, la propuesta de un mecanismo de supervisión cruzada de los carnés de órdenes en los distintos mercados (CMOBS, por sus siglas en inglés) que facilitaría el intercambio de datos de los carnés de órdenes entre supervisores podría plantear el riesgo de crear unas condiciones de competencia desiguales, ya que los centros de negociación bilaterales quedarían fuera del ámbito de aplicación del régimen de información.

2. Antecedentes

2.1. El 7 de diciembre de 2022, la Comisión publicó un conjunto de propuestas⁽¹⁾ sobre medidas para seguir desarrollando la unión de los mercados de capitales (UMC) de la UE. Parte del paquete —una nueva Ley de cotización— tiene por objeto reducir la carga administrativa que pesa sobre las empresas de todos los tamaños, en particular las pymes, para que puedan acceder mejor a la financiación cotizando en las bolsas de valores.

2.2. La Comisión señala que los mercados de capitales de la UE siguen estando fragmentados y poco desarrollados en cuanto al tamaño. Los estudios muestran que el número total de empresas cotizadas en los mercados de pymes en expansión en Europa apenas ha aumentado desde 2014⁽²⁾, a pesar de que dichas empresas resultaron claramente beneficiadas, como demuestra el aumento de su valoración de mercado. En general, las sociedades cotizadas incrementan sus ingresos, crean más puestos de trabajo y aumentan sus balances a un ritmo más rápido que sus homólogas no cotizadas. Diversos estudios demuestran que la situación no es nada óptima respecto de las ofertas públicas iniciales (OPI) de las pymes en Europa.

2.3. La Ley de cotización establece normas de cotización más sencillas y mejoradas, en particular para las pymes, al tiempo que trata de evitar poner en peligro la protección de los inversores y la integridad del mercado.

2.4. La Ley aspira a garantizar una reducción significativa de los costes y contribuir a aumentar el número de OPI en la UE. Simplificar las normas sobre el folleto facilitaría y abarataría la posibilidad de que las empresas coticen en bolsa. Permitir que las sociedades utilicen acciones con derechos de voto múltiple al cotizar por primera vez en los mercados de pymes en expansión ofrece a los propietarios la oportunidad de mantener el control de la visión de su empresa.

2.5. Unas normas más equilibradas sobre abuso de mercado también generarían una mayor claridad y seguridad jurídica para las empresas cotizadas en cuanto al cumplimiento de los requisitos de divulgación de información clave. La propuesta de Ley de cotización también tiene por objeto mejorar la prestación y distribución de la investigación sobre inversiones en empresas de mediana capitalización y pymes, lo que, a su vez, debería apoyar sus cotizaciones en los mercados públicos.

2.6. Otros beneficios previstos son los siguientes:

- una información corporativa para los inversores más reducida, oportuna, comparable y fácil de explorar;
- una mejor cobertura de la investigación en materia de capital, ayudando a tomar decisiones de inversión;
- una supervisión más eficaz gracias a unas normas de cotización más claras y a la utilización de mejores herramientas para investigar los casos de abuso de mercado;

⁽¹⁾ Unión de los mercados de capitales: paquete de compensación, insolvencia y cotización.

⁽²⁾ Informe final del Grupo de Expertos Técnicos Interesados sobre Pymes, *Empowering EU Capital Markets for SMEs: Making listing cool again*

— folletos más normalizados para su examen por los supervisores.

2.7. De conformidad con los objetivos de la política medioambiental, social y gubernamental (ASG), la Ley de cotización tratará de garantizar que las empresas que emitan bonos ASG incluyan información pertinente en materia de objetivos medioambientales, sociales y de gobernanza en la documentación de cotización, a fin de facilitar a los inversores la evaluación de la validez de las declaraciones ASG. Las sociedades que emitan valores participativos podrán hacer referencia a la información ASG ya publicada y, por tanto, a disposición del público en la documentación de cotización.

3. Observaciones generales

Argumentos a favor de un mejor acceso a la cotización en los mercados públicos europeos

3.1. El CESE opina que el aumento de la financiación mediante fondos propios de las empresas europeas es fundamental para garantizar una recuperación duradera tras la COVID-19 y construir un **sistema económico europeo resiliente** ante la guerra de Rusia contra Ucrania. Con tal fin, la infraestructura de los mercados financieros es esencial a la hora de desbloquear los flujos de inversión necesarios para recapitalizar la economía.

3.2. Unos mercados públicos muy desarrollados también son importantes para la comunidad de inversión minorista. Los europeos mantienen 11 billones de euros en efectivo y depósitos en sus cuentas bancarias⁽³⁾. La proporción de depósitos respecto de los activos totales de los hogares es tres veces mayor que en el caso de los hogares de los Estados Unidos. Al no conseguir que los inversores finales canalicen sus fondos hacia los mercados de capitales europeos, la UE no está aprovechando plenamente estos volúmenes de capital para sus empresas. Los gestores de activos deberían tener más confianza en las perspectivas del mercado de valores europeo, y los inversores minoristas europeos deberían tener más opciones a la hora de constituir sus carteras. Para lograrlo, es necesario velar por que haya una gama diversificada de emisores de alta calidad que cotice en los mercados públicos europeos.

3.3. En épocas de dificultades financieras de las empresas, de mayor imprevisibilidad de la economía y, en particular, de **aumento de los costes de la deuda**, las acciones actúan como factor estabilizador y amortiguador frente a futuras perturbaciones.

3.4. El Comité también señala que la financiación mediante acciones de los hogares europeos a las empresas europeas contribuye a garantizar la **autonomía estratégica** abierta de la UE en un nivel muy básico: la propiedad de los activos y la ejecución del control empresarial. La pérdida de empresas europeas esenciales que pasan a tener un control extranjero, especialmente en la esfera de influencia de países cuyos valores difieren de los europeos, plantea un riesgo considerable para la estabilidad económica y política de la UE. También obstaculiza el desarrollo del sistema financiero europeo, orientado hacia las necesidades de la UE. A modo de ejemplo, la negociación de instrumentos financieros en la UE sigue estando dominada por bancos de inversión de terceros países⁽⁴⁾.

3.5. Debe alentarse a las empresas jóvenes e innovadoras que se sitúan a la vanguardia de las transiciones ecológica y digital a querer cotizar en los mercados europeos de valores y obtener la imprescindible financiación mediante la emisión de acciones negociadas públicamente, ya que esta es la forma más sostenible de ayudar a estas empresas a **explotar todo su potencial innovador y a crear empleo**.

3.6. Un repunte inflacionista da lugar a un mayor interés por las inversiones en acciones, especialmente entre los inversores minoristas informados. Los mercados europeos de valores pueden permitir que estos flujos de inversiones se destinen a los sectores económicos clave en los que las empresas generan suficientes rendimientos. Al mismo tiempo, el Comité considera que es fundamental que la UE disponga de normas de negociación firmes y sólidas para aprovechar todo el potencial de los mercados de capitales de la UE. La lección extraída de la crisis financiera puso de manifiesto que la UE debe proteger los mercados con equidad, integridad, resiliencia y transparencia, garantizando también el máximo nivel de protección de los inversores.

3.7. Un análisis realizado en catorce Estados miembros de la UE puso de manifiesto que hasta 17 000 grandes empresas pueden llegar a cotizar, pero no lo intentan⁽⁵⁾. El Comité considera que existe el riesgo de que, si la UE no consigue fomentar nuevas cotizaciones en los mercados de renta variable, nuestros mercados de capitales puedan registrar una bajada de las transacciones, ya que los inversores diversifican su cartera a escala mundial si no hay suficiente oferta de valores para invertir en la UE.

3.8. Una nueva generación de europeos está accediendo al mercado de inversión minorista teniendo en mente la sostenibilidad (es decir, factores ASG). Al mismo tiempo, muchos agentes económicos están avanzando hacia objetivos ecológicos, alentados por las políticas del Pacto Verde Europeo. El CESE considera que esta combinación de factores puede

⁽³⁾ Eurostat — Statistics explained.

⁽⁴⁾ Informe estadístico anual de la AEVM«EU securities markets», 2020, p. 40.

⁽⁵⁾ Informe Oxera *Primary and secondary equity markets in EU*, 2020.

ser un potente motor para liberar todo el potencial de la taxonomía europea de las finanzas sostenibles y del marco de divulgación de información empresarial no financiera. Las empresas, tanto de forma voluntaria como para ajustarse a la futura legislación de la UE, tendrán que prestar más atención a los factores ASG en sus actividades, y la nueva generación de inversores exigirá el cumplimiento de las normas ASG y un **impacto medioambiental regenerativo y social** que sea tangible y positivo a la vez que el beneficio financiero.

3.9. El Comité también destaca algunos estudios que demuestran que las economías con financiación basada en el mercado reasignan las inversiones a sectores menos contaminantes y más intensivos en tecnología ⁽⁶⁾. En cambio, las expansiones intensivas en crédito tienden a ir seguidas de recesiones más profundas y de recuperaciones más lentas ⁽⁷⁾.

3.10. Alcanzar una capitalización bursátil del 100 % del PIB de la UE (frente al 64 % actual ⁽⁸⁾) debería ser un objetivo claro. El CESE considera que la única opción es apoyar a los mercados públicos y mejorar el entorno de las OPI.

Importancia para las pymes y las sociedades familiares

3.11. A juicio del CESE, las pymes siguen sin desempeñar el papel que podrían tener en los mercados de valores. Deben realizarse esfuerzos para aportar la resiliencia necesaria a las pymes a través de la financiación mediante acciones.

3.12. El Comité señala que la falta de inversión en capital es evidente en Europa desde hace décadas, y que el problema de la falta de capital propio de las pymes es grave. Las pymes carecen de la visibilidad necesaria para atraer capital; su transformación en sociedades cotizadas ofrecería mejores oportunidades a largo plazo. El CESE apoya firmemente la opinión de que las pymes cotizadas deben alcanzar una posición adecuada en las carteras de inversores individuales (minoristas), fondos de inversión y de pensiones y compañías de seguros.

3.13. Un mercado de OPI que funcione correctamente también es importante en la fase previa a la OPI, ya que repercute en la planificación de las estrategias de salida y, por tanto, en la provisión de capital riesgo por parte de las empresas de capital riesgo.

3.14. La investigación en materia de capital es un instrumento necesario para aumentar la visibilidad de las pymes, por lo que debe promoverse. Iniciativas como la mejora de la cobertura de la investigación en materia de capital o el punto de acceso único europeo ayudarían a aumentar la visibilidad de las pymes para los inversores.

3.15. Es necesario cierto grado de prudencia para animar a las sociedades bajo control familiar a considerar la posibilidad de cotizar en bolsa. Por ejemplo, en Alemania, el 90 % de todas las empresas están bajo control familiar, y el 43 % de las empresas con ventas de más de 50 millones EUR son sociedades familiares ⁽⁹⁾. La propiedad familiar tiene sus beneficios; sin embargo, el potencial de crecimiento puede verse limitado (al menos parcialmente) si no puede obtenerse la financiación necesaria. El CESE confía en que llevar las sociedades familiares a los mercados de capitales abriría un potencial sin explotar ⁽¹⁰⁾, y que el régimen de derechos de voto múltiple ayuda a las familias a conservar el control, haciendo que la participación en bolsa les resulte más atractiva.

3.16. La mayoría de los centros financieros mundiales ofrecen la posibilidad de tener acciones con derechos de voto múltiple. Europa necesita un enfoque armonizado para seguir la evolución a nivel mundial, a fin de no perder a las empresas que están dispuestas a expandirse.

Transparencia y divulgación de información

3.17. Los requisitos de transparencia para las empresas que se preparan para cotizar en bolsa aumentarán en comparación con las empresas privadas. A diferencia de una empresa privada, una sociedad cotizada en bolsa recauda dinero de accionistas externos que no tienen el mismo nivel de información ni el mismo nivel de influencia en la toma de decisiones que los propietarios de una empresa privada.

⁽⁶⁾ Haas, R.D. y A. Popov, *Finance and Carbon Emissions*, ECB Working Paper Series, 2019.

⁽⁷⁾ Jordà, Ò., Schularick, M., y Taylor, A.M.: *When Credit Bites Back*, *Journal of Money, Credit and Banking* 45, n.º 2 (1 de diciembre de 2013), pp. 3-28.

⁽⁸⁾ Base de datos de la Federation of European Securities Exchanges, (Federación Europea de Bolsas de Valores), 2022.

⁽⁹⁾ Stiftung Familienunternehmen.

⁽¹⁰⁾ DO C 75 de 28.2.2023, p. 28.

3.18. Por lo tanto, está justificado y es necesario un nivel significativamente más elevado de protección de los inversores, por ejemplo, estableciendo obligaciones de divulgación de información (incluidas las relativas a la información privilegiada) y estrictas normas de presentación de información.

3.19. El Comité considera que la divulgación de información obligatoria es sumamente importante y necesaria para el buen funcionamiento de un mercado público. Los inversores necesitan recibir un nivel adecuado de información válida sobre las proyecciones de valor de las acciones. Toda reducción de la divulgación de información necesaria disuadiría de invertir en el emisor correspondiente. A su vez, ello podría convertirse en un obstáculo importante para el pleno aprovechamiento de las oportunidades que ofrecen los mercados de capitales.

3.20. Sin embargo, la inclusión de un exceso de información en la documentación de la oferta, con el único fin de evitar litigios, no es la vía preferida ni por el emisor ni por el inversor. Debe alcanzarse un equilibrio adecuado.

4. Observaciones específicas y recomendaciones

4.1. En vista de lo anterior, el Comité acoge con gran satisfacción la Ley de cotización que propone la Comisión, salvo varias salvedades de poca importancia relativas a algunos sus aspectos.

4.2. El CESE considera evidente la necesidad de abordar la fragmentación de las normas nacionales sobre **acciones con derechos de voto múltiple**. El Comité espera que la armonización mínima de estas normas, destinada a atraer a las empresas familiares a los mercados de capitales de la UE, contribuya a crear una auténtica UMC paneuropea. Debe elaborarse un marco detallado a nivel nacional para adaptar las medidas al ecosistema local, que fomente al mismo tiempo una armonización de alto nivel a escala de la UE.

4.3. El CESE señala que el capital flotante no es el único factor importante a la hora de garantizar la liquidez. El requisito de capital flotante mínimo del 10 % solo debe aplicarse en el momento de la cotización. En particular para los Estados miembros más pequeños, la flexibilidad es fundamental, ya que sus mercados pueden operar adecuadamente con un capital flotante inferior. Ello es esencial para evitar la retirada brusca de la cotización.

4.4. El CESE acoge con satisfacción la iniciativa de racionalizar el **contenido del folleto**, lo que permitirá una reducción significativa de los costes y la carga para los emisores. No obstante, los legisladores deben buscar un equilibrio entre la carga para los emisores y las necesidades de información de los inversores. Los folletos de 800 páginas deben convertirse en algo del pasado, pero hay que garantizar una información suficientemente detallada, en particular sobre los factores ASG, teniendo en cuenta el principio de la doble materialidad. Sobre la base de las estrictas disposiciones de la Directiva sobre divulgación de información corporativa en materia de sostenibilidad ⁽¹⁾, dicha presentación de información impulsaría la financiación en el marco del Pacto Verde.

4.5. En la actualidad, el contenido está disperso y no es homogéneo, y no siempre está disponible en inglés («lengua habitual en el ámbito de las finanzas internacionales», tal como se señala en la propuesta), excepto en el caso de la nota de síntesis. Además, la información se facilita en formatos no legibles por máquinas. Un proceso de emisión puede dar lugar a múltiples documentos reglamentarios, fragmentados en varios archivos (por ejemplo, nota sobre los valores, nota de síntesis del folleto y documento de registro).

4.6. Por lo tanto, se acoge con satisfacción la armonización y simplificación del folleto para los instrumentos de capital. En general, el CESE está de acuerdo con la propuesta de la Comisión de dar a los emisores la opción de publicar un folleto en inglés únicamente al haberse impuesto como lengua habitual en el ámbito de los inversores internacionales (excepto en el caso de la nota de síntesis, que debería facilitarse en la lengua local para conservar a los inversores minoristas).

4.7. Sin embargo, el Comité también considera que el uso de las **lenguas locales** también es importante, ya que el inglés no se habla habitualmente en todos los Estados miembros. En opinión del CESE, la publicación de un documento completo (y no solo la nota de síntesis) en las lenguas nacionales, junto con el inglés, permitiría a los inversores minoristas locales participar más activamente. Los emisores y sus asesores deben tener en cuenta que el uso de documentos de emisión «únicamente en inglés» obstaculizaría el desarrollo de una base nacional de inversión minorista y resultaría contraproducente a la hora de alcanzar los objetivos esperados de la estrategia de inversión minorista de la UE, que se presentará pronto. A este respecto, el CESE señala que deben introducirse medidas para animar a los inversores minoristas locales a participar en los mercados de capitales mediante una publicidad adecuada de los documentos de emisión y una mayor facilidad de lectura.

⁽¹⁾ DO C 517 de 22.12.2021, p. 51.

4.8. La investigación en materia de capital es un elemento clave con el fin de desarrollar un ecosistema sano para la financiación mediante acciones de las pymes. Para complementar los canales de investigación existentes, es probable que la autorización de **reagrupar la investigación sobre las pymes** con otros servicios aumente la producción y distribución de informes de investigación. El CESE acoge con satisfacción el aumento propuesto del umbral de separación a 10 000 millones EUR. Esto corregirá la menor cobertura y visibilidad de las pymes que ha provocado la MiFID II ⁽¹²⁾. No obstante, el CESE subraya que se registra una concentración cada vez mayor de la producción de investigación en materia de capital en manos de las grandes entidades financieras. Debido a su magnitud, los intermediarios muy grandes tienen más posibilidades que los intermediarios pequeños o medianos de fijar comisiones insignificantes o utilizar la ejecución de operaciones para subvencionar de forma cruzada la prestación de servicios de investigación ⁽¹³⁾. Además, los grandes intermediarios están principalmente interesados en llevar a cabo investigaciones sobre las empresas de «primera fila», mientras que las pymes pueden quedar desatendidas. Una gran mayoría de los emisores informa ⁽¹⁴⁾ de que la MiFID II ha reducido la cobertura y la visibilidad de las pymes. El CESE considera evidente la necesidad de introducir nuevas medidas para fomentar la investigación independiente, aprendiendo de las mejores prácticas disponibles en Europa ⁽¹⁵⁾.

4.9. En la fase posterior a la OPI, las empresas cotizadas deben ser ejemplares en materia de transparencia, y la protección de los intereses de los accionistas minoritarios debe constituir la máxima prioridad. Si los accionistas corren el riesgo de recibir un trato injusto o no estar bien protegidos cuando la empresa cotiza en bolsa, su confianza en los mercados de capitales de la UE no aumentará. El CESE valora muy positivamente el enfoque de la Comisión para mitigar la inseguridad jurídica en relación con los **requisitos de divulgación**, por medio de modificaciones específicas del Reglamento sobre abuso de mercado.

4.10. El Comité considera que el marco existente de solicitudes específicas en casos de sospecha de abuso de mercado parece adecuado y suficiente para lograr una **supervisión eficaz**, al tiempo que toma nota de que varios supervisores consideran conveniente mejorar el intercambio de datos de los carnés de órdenes a través del mecanismo CMOBS. El ámbito de aplicación de la propuesta de CMOBS podría plantear el riesgo de crear unas condiciones de competencia desiguales, ya que los centros de negociación bilaterales no se incluirían en el mecanismo.

4.11. El CESE anima encarecidamente a que se impulsen más rápidamente otras iniciativas en curso que contribuyan a mejorar el atractivo de los mercados públicos. El Comité ha publicado varios dictámenes sobre iniciativas legislativas pasadas, en curso y previstas ⁽¹⁶⁾. Debe mantenerse un rápido avance hacia la UMC a pesar de los retos geopolíticos; una UMC fuerte es más necesaria que nunca, precisamente debido a los crecientes riesgos de inestabilidad económica y social.

Bruselas, 23 de marzo de 2023.

La Presidenta
del Comité Económico y Social Europeo
Christa SCHWENG

⁽¹²⁾ MiFID: Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros.

⁽¹³⁾ Informe de Oxera sobre *Unbundling: what's the impact on equity research?*, 2019.

⁽¹⁴⁾ Comisión Europea, Informe final sobre *The impact of MiFID II rules on SME and fixed income investment research*, 2020.

⁽¹⁵⁾ Véase la iniciativa sin ánimo de lucro «Lighthouse» del Instituto Español de Analistas.

⁽¹⁶⁾ DO C 155 de 30.4.2021, p. 20; DO C 290 de 29.7.2022, p. 58; DO C 177 de 18.5.2016, p. 9; DO C 10 de 11.1.2021, p. 30; DO C 341 de 24.8.2021, p. 41.