

CONVOCATORIA DE DATOS PARA UNA EVALUACIÓN DE IMPACTO

El presente documento tiene por objeto informar al público y a las partes interesadas acerca de la labor de la Comisión, de modo que puedan formular observaciones sobre la iniciativa prevista y participar de manera efectiva en las actividades de consulta.

En particular, se invita a las partes interesadas a expresar su opinión sobre la comprensión del problema y las posibles soluciones por parte de la Comisión y a facilitar toda la información pertinente que puedan tener, en particular sobre las posibles repercusiones de las distintas opciones.

TÍTULO DE LA INICIATIVA	Ley de cotización: hacer más atractivos los mercados de capitales públicos para las empresas de la UE y facilitar el acceso de las pymes al capital
DG PRINCIPAL (UNIDAD RESPONSABLE)	FISMA C3 y B1
TIPO PROBABLE DE INICIATIVA	Legislativa, reglamentaria
CALENDARIO ORIENTATIVO	Tercer trimestre de 2022 (septiembre de 2022)
INFORMACIÓN COMPLEMENTARIA	<u>Acción 2: Apoyar el acceso a los mercados públicos</u> <u>Comisión Europea (europa.eu)</u>

El presente documento tiene una finalidad meramente informativa. No predetermina la decisión final de la Comisión acerca de si se emprenderá esta iniciativa o acerca de su contenido definitivo. Todos los elementos de la iniciativa descritos en el presente documento, incluido el calendario, están sujetos a modificaciones.

A. Contexto político, definición del problema y control de subsidiariedad

Contexto político

La ampliación del acceso de las empresas de la UE a fuentes de financiación del mercado en todas las etapas de su desarrollo es un aspecto fundamental de la Unión de los Mercados de Capitales (UMC). La iniciativa de la UMC pretende por tanto crear un marco normativo más propicio que apoye el acceso de las empresas y de las pequeñas y medianas empresas (pymes), en particular, a los mercados públicos. Los beneficios de la cotización en bolsa incluyen una menor dependencia de la financiación bancaria, un mayor grado de diversificación de inversores, un acceso más fácil a financiación adicional en forma de recursos propios y ajenos (a través de ofertas en el mercado secundario), y una mayor visibilidad pública y mayor reconocimiento de marca. Una estructura de financiación más equilibrada entre las fuentes bancarias y las del mercado puede robustecer la economía real contra las perturbaciones que afectan, por ejemplo, al sector bancario. Por esta razón, el acceso a la financiación que ofrece el mercado es especialmente fundamental para apoyar la recuperación y ayudar a construir una economía sostenible tras la crisis.

En junio de 2020, la Comisión Europea adoptó el Paquete de recuperación de los mercados de capitales, que introduce modificaciones específicas, entre otras, del Reglamento relativo al folleto y de la Directiva MiFID 2 con el fin de incentivar las inversiones en la economía y facilitar una rápida recapitalización de las empresas. Sin embargo, en algunos casos, las normas modificadas solo se aplicarán durante un período limitado. Aunque este Paquete facilitó el acceso de las empresas a la financiación en el mercado público, no sustituyó la necesidad de evaluar cuidadosamente si otros ajustes permanentes del régimen general de cotización facilitarían a las empresas de la UE la cotización, tanto en los mercados de crecimiento de las pymes como en los mercados regulados, sin socavar la integridad del mercado y la protección de los inversores.

En vista de esta situación, el nuevo Plan de Acción para la UMC adoptado en septiembre de 2020 anunció que «la Comisión tratará de simplificar las normas de cotización de los mercados públicos para promover y diversificar el acceso de las empresas pequeñas e innovadoras a la financiación». A raíz de esto, y sobre la base de las medidas ya introducidas en 2019 en virtud de la ley de cotización de las pymes para promover la adopción de los mercados de crecimiento de las pymes, la Comisión creó un Grupo de Expertos Técnicos Interesados (TESG, por sus siglas en inglés) sobre pymes. En su informe final, publicado en mayo de 2021, el TESG formuló doce recomendaciones para promover el acceso de las pymes a los mercados públicos.

Por último, la presidenta Von der Leyen, en su carta de intenciones de 15 de septiembre de 2021 dirigida al

Parlamento y a la Presidencia del Consejo, anunció una propuesta legislativa para 2022 destinada a facilitar el acceso de las pymes al capital.

Problema que la iniciativa se propone afrontar

Los datos demuestran que la situación con respecto a las cotizaciones en Europa no es óptima. A muchas empresas de la UE, las pymes en particular, se les priva actualmente de la oportunidad de acceder a la financiación pública (de capital y no de capital), lo que limita sus opciones de financiación alternativa y las hace depender de fuentes tradicionales que pueden verse limitadas en tiempos de crisis. El tamaño de los mercados públicos de la UE sigue estando poco desarrollado, sobre todo en comparación con los mercados públicos de otras jurisdicciones importantes.

A reserva de un análisis más detallado, se han detectado los siguientes tres problemas.

1. Las empresas, las pymes en particular, no consideran la cotización en la UE como un medio de financiación fácil y asequible y puede resultarles difícil seguir cotizando debido a las normas y costes de cotización vigentes.

Más concretamente, el nuevo Plan de Acción para la UMC identificó una serie de factores que disuaden a muchas empresas, pymes en particular, de acceder a los mercados públicos, tales como la gran carga administrativa, los elevados costes de cotización y el cumplimiento de las normas de cotización una vez que cotizan en bolsa. A la hora de decidir si salir a bolsa o no, las empresas sopesan los beneficios esperados frente a las desventajas de la cotización. Si las desventajas superan a los beneficios, o si las fuentes alternativas de financiación ofrecen una opción menos costosa y más fácil, las empresas no intentarán acceder a los mercados públicos. Esto limita *de facto* el abanico de opciones de financiación disponibles para las empresas, especialmente las pymes, dispuestas a expandirse y crecer. Además, el desarrollo de formas alternativas de cotización, como las sociedades de adquisición con fines especiales, que pueden presentar una interesante oportunidad de financiación para las empresas emergentes y en expansión, puede ser también un indicio y un resultado directo de los retos a los que se enfrentan los emisores en el mercado de las OPI de la UE. Aunque la cotización de las sociedades de adquisición con fines especiales en la UE sigue siendo marginal en comparación con otras jurisdicciones, puede ser conveniente evaluar si las normas existentes son adecuadas para las empresas o inversores con el fin de fomentar la oportunidad que pueden representar las sociedades de adquisición con fines especiales y proporcionar las salvaguardias adecuadas en este contexto.

2. Los mercados públicos de la UE no son los suficientemente flexibles para satisfacer las necesidades financieras de las empresas.

Esta falta de flexibilidad puede deberse a las limitaciones reglamentarias (p. ej. en lo que respecta a la capacidad de los propietarios de las empresas para mantener el control de sus negocios cuando salen a bolsa mediante la emisión de acciones con múltiples derechos de voto), así como a la falta de claridad de la legislación pertinente (p. ej. las condiciones en las que una empresa puede solicitar la doble cotización). Estas limitaciones legales o esta incertidumbre pueden disuadir a algunas empresas de utilizar los mercados públicos de la UE y pueden minar el atractivo de la UE como destino de las OPI, también en un contexto mundial.

3. La falta de estudios sobre las empresas y la insuficiente liquidez disuaden a los inversores de invertir en algunos valores cotizados en bolsa.

A menudo, los valores emitidos por empresas pequeñas o poco conocidas en la UE se caracterizan por una menor liquidez y una mayor prima de iliquidez, lo que puede ser el resultado directo de cómo los inversores perciben a estas empresas, en particular los inversores institucionales, que no las consideran suficientemente atractivas. La escasa liquidez puede explicarse por una serie de factores, como la falta de investigación de renta variable, en particular para las pymes. Además, los inversores institucionales pueden temer el riesgo de reputación cuando invierten en empresas que cotizan en sistemas multilaterales de negociación, incluidos los mercados de crecimiento de las pymes, dada la falta de requisitos mínimos de gobierno corporativo para los emisores que operan en esos centros.

Más allá de los problemas mencionados anteriormente, el acceso a los mercados públicos de valores de la UE también se ve limitado por otros factores, como el tratamiento fiscal más favorable de la deuda frente al capital y el desconocimiento de las pymes de los mercados de capitales. Estos y otros problemas ajenos a este ámbito no se abordan en la iniciativa vigente centrada en las barreras reglamentarias.

Base para la actuación de la UE (base jurídica y control de subsidiariedad)

Base jurídica
La base jurídica de esta iniciativa de la UE será el artículo 114 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE) para el Reglamento relativo al folleto y el Reglamento sobre abuso del mercado (RAM), y, en su caso, el artículo 53 del TFUE para la Directiva sobre los mercados de instrumentos financieros (MiFID 2) y la Directiva sobre la cotización.
Necesidad práctica de la actuación de la UE
Los Estados miembros no pueden solucionar los problemas mencionados anteriormente actuando por sí solos. La legislación que se aplica a los emisores, las bolsas y los proveedores de servicios de inversión está en gran medida armonizada a nivel de la UE (p. ej. a través del Reglamento relativo al folleto, el RAM, la MiFID 2, etc.), lo que deja una flexibilidad limitada a los Estados miembros para adaptar el marco jurídico a las condiciones locales. Por lo tanto, sería necesario modificar la legislación de la UE para lograr las mejoras deseadas. La actuación de la UE sería más adecuada, ya que la iniciativa debería tratar también de apoyar la cotización y la actividad comercial transfronteriza en la UE, con el fin de profundizar en la integración de los mercados de capitales de la UE y alcanzar escala. Lo anterior no puede lograrse mediante la modificación de las normas nacionales y otras intervenciones nacionales. Además, a falta de un marco jurídico específico de la UE para las OPI de las sociedades de adquisición con fines especiales, puede ser apropiado, a reserva de una mayor investigación, considerar las salvaguardias adecuadas a escala de la UE para evitar divergencias nacionales y un posible arbitraje regulatorio en el futuro.
B. Objetivos y opciones de actuación
El objetivo general de esta iniciativa es hacer más atractiva la cotización de valores participativos y no participativos en los mercados públicos de la UE para las empresas, en particular las pymes. Esto facilitaría a los emisores de la UE la financiación de su actividad y el crecimiento, la innovación y la creación de empleo, al tiempo que se mantendría un alto nivel de protección de los inversores y de integridad del mercado. Esto, a su vez, aumentaría la resistencia de la economía de la UE, con un impacto positivo en el crecimiento económico y las perspectivas de empleo en la UE. Los objetivos específicos de esta iniciativa son: i) simplificar y aligerar los requisitos de cotización, tanto iniciales como permanentes, para reducir los costes y aumentar la certidumbre jurídica de los emisores; ii) eliminar las limitaciones reglamentarias que puedan entorpecer la flexibilidad de los mercados públicos; y iii) aumentar la visibilidad de las pymes ante los inversores y mejorar su atractivo. Esto podría lograrse mediante las siguientes opciones de actuación fundamentales: a) cambios específicos en las disposiciones de varios actos de la UE (como el Reglamento relativo al folleto, el RAM, la MiFID 2 y la Directiva sobre la cotización) que hoy en día pueden disuadir a las empresas, especialmente a las pymes, de intentar cotizar en bolsa (p. ej. la atenuación de los requisitos establecidos en el Reglamento relativo al folleto, la aclaración de las condiciones para retrasar la divulgación de información privilegiada, la simplificación del régimen de prospección de mercado en virtud del RAM, etc.); b) mediante la introducción de nuevas disposiciones destinadas a aumentar la flexibilidad de los emisores que acceden a los mercados públicos y a mejorar el atractivo de las pymes para los inversores (p. ej. introducción de disposiciones sobre acciones con derechos de voto múltiples, normas de gobierno corporativo para las empresas que cotizan en los mercados de crecimiento de las pymes, etc.). Estas opciones de actuación se evaluarán utilizando como referencia un supuesto de base en el que no se introducen modificaciones en el código normativo de la UE y el marco normativo de la UE sigue aplicándose tal como está. Si se requieren modificaciones legislativas, el principio de «pensar primero a pequeña escala» se aplicaría en toda la propuesta de la Comisión, ya que uno de los objetivos de la propuesta es reducir la carga para las empresas más pequeñas y garantizar la proporcionalidad en el marco normativo de la UE.
C. Repercusiones probables
Al eliminar los trámites burocráticos y reducir los costes de cumplimiento, esta iniciativa debería facilitar la obtención de fondos en los mercados públicos a través de emisiones de acciones y de deuda. Por lo tanto, es probable que produzca un impacto económico significativo. A nivel microeconómico, un acceso más fácil al capital público ayudaría a «recapitalizar» a las empresas de la UE, especialmente a las pymes, y a reequilibrar sus estructuras de financiación, permitiéndoles capear mejor las futuras crisis y recuperarse de las secuelas de la crisis de la COVID-19, al tiempo que las situaría en una senda de

crecimiento más sostenible a largo plazo. Al animar a un mayor número de empresas a cotizar sus instrumentos financieros, esta iniciativa también podría ampliar las oportunidades de inversión tanto para los inversores minoristas como para los institucionales, y podría abordar el problema de la liquidez, especialmente en los mercados dedicados a las pymes, con el aumento del volumen de transacciones en esos centros. El fomento de las OPI es fundamental para impulsar también la financiación en fases tempranas, ya que ofrecer más oportunidades de salida a los inversores a través de las OPI aumentaría el atractivo de la inversión de capital riesgo y de capital no cotizado.

A nivel macroeconómico, esta iniciativa también podría impulsar la competitividad de los mercados públicos de la UE, mejorar la autonomía estratégica abierta de la UE y fomentar el crecimiento y la creación de empleo en la UE. Lo lograría contribuyendo a reforzar el mercado de las OPI de la UE y permitiendo a las empresas promotoras acceder a los mercados públicos de la UE para aumentar la visibilidad de estas empresas ante los inversores, mejorar su reputación y llegar a otros mercados, así como acelerar su crecimiento. Esta iniciativa también podría contribuir a la estabilidad financiera al aumentar la financiación estable mediante fondos propios a largo plazo y reducir la excesiva dependencia de las pymes de los préstamos bancarios. Con el tiempo, unos mercados de valores y obligaciones más profundos y mejor integrados para las empresas de la UE, incluidas las pymes, contribuirían a una mejor asignación de capital a las empresas sostenibles e innovadoras.

D. Instrumentos de mejora de la legislación

Evaluación de impacto

Teniendo en cuenta el principio de «primero evaluar», la Comisión llevará a cabo una evaluación específica para valorar en primer lugar la idoneidad de los marcos legislativos existentes (p. ej. el RAM, el Reglamento relativo al folleto) de cara a abordar los objetivos específicos de esta iniciativa. Se realizará una evaluación de impacto para apoyar la preparación de esta iniciativa y contribuir a la decisión de la Comisión. El extenso trabajo preparatorio que la DG FISMA ya ha llevado a cabo proporciona valiosos conocimientos y complementará la información que se reciba a través de un proceso de consulta pública [por ejemplo, el asesoramiento técnico de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM), los intercambios en el seno del Grupo de Expertos Técnicos Interesados y el Foro de Alto Nivel sobre la Unión de los Mercados de Capitales, así como numerosas reuniones con las partes interesadas]. Por último, la Comisión ha encargado estudios al sector (p. ej. el estudio de Oxera sobre los mercados de valores primarios y secundarios de la UE) y ha recogido aportaciones de universidades e instituciones públicas que pueden contribuir a preparar la evaluación de impacto.

Estrategia de consulta

En consonancia con los principios de «Legislar mejor», la Comisión ha decidido poner en marcha una consulta pública abierta de doce semanas de duración destinada a recabar pruebas sobre los obstáculos reglamentarios a la cotización de las empresas. Las respuestas de las partes interesadas ayudarán a comprender mejor los principales factores de las últimas tendencias en el mercado de las OPI y a evaluar el impacto de las posibles medidas legislativas. La consulta pública abierta abarca siete preguntas generales y está disponible en veintitrés lenguas oficiales de la UE. Dado su carácter general, puede ser más adecuada para el público general.

Paralelamente a la consulta pública abierta, la Comisión ha decidido poner en marcha una consulta específica de doce semanas de duración disponible únicamente en inglés. Las preguntas formuladas en la consulta pública abierta también figuran en la consulta específica, junto con otras preguntas que abordan cuestiones más técnicas, que probablemente sean más adecuadas para los profesionales de los mercados de capitales, las autoridades competentes y los académicos. La consulta específica busca, en particular, aportaciones en relación con (entre otras) las posibles modificaciones del Reglamento relativo al folleto, el RAM, la MiFID 2, los aspectos relacionados con el derecho de sociedades y la Directiva sobre la cotización, con el objetivo de recabar información sobre qué requisitos son más gravosos y cómo sería posible aliviarlos sin perjudicar la integridad del mercado y el régimen general de transparencia.

Los resultados de las actividades de consulta se resumirán en un informe de síntesis anexo a la evaluación de impacto y se publicarán en la página de la consulta.

¿Por qué se realiza la consulta?

En consonancia con los principios de «Legislar mejor», la Comisión ha decidido poner en marcha una consulta pública abierta destinada a recabar pruebas sobre los obstáculos reglamentarios a la cotización de las empresas. Las respuestas de las partes interesadas ayudarán a comprender mejor los principales factores de las últimas

tendencias en el mercado de las OPI y a evaluar el impacto de las posibles medidas legislativas. La Comisión también tendrá en cuenta las reacciones y propuestas ya presentadas por el Grupo de Expertos Técnicos Interesados sobre pymes, el Foro de Alto Nivel sobre la Unión de los Mercados de Capitales y otras partes interesadas en el contexto de los intercambios anteriores y las contribuciones presentadas.

Paralelamente a esta consulta pública abierta, se ha lanzado una consulta específica, que busca opiniones más técnicas y está disponible solo en inglés. Las preguntas formuladas en esta consulta pública abierta también figuran en la consulta específica, junto con otras preguntas más técnicas. Por lo tanto, aconsejamos a las partes interesadas que respondan solo a una de las dos versiones (la consulta específica o la consulta pública abierta) para evitar duplicaciones innecesarias. Téngase en cuenta que las respuestas a cualquiera de los cuestionarios se considerarán por igual.

Público destinatario

Se solicita la opinión de todas las partes interesadas, en particular de los Estados miembros, las autoridades nacionales competentes y la AEVM, los participantes en el mercado, incluidas las pymes (las que cotizan en bolsa y las que desean cotizar), las empresas que no son pymes, las bolsas de valores, los inversores minoristas e institucionales, las organizaciones de consumidores y de inversores, los agentes de bolsa, los principales asesores que apoyan a las empresas en la fase de salida a bolsa y otros proveedores de servicios.