

Bruselas, 16 de diciembre de 2022
(OR. en)

16168/22

**Expediente interinstitucional:
2022/0406(COD)**

**DRS 66
COMPET 1050
ECOFIN 1350
IA 228
CODEC 2052**

PROPUESTA

De:	Por la secretaria general de la Comisión Europea, D. ^a Martine DEPREZ, directora
Fecha de recepción:	8 de diciembre de 2022
A:	D. ^a Thérèse BLANCHET, secretaria general del Consejo de la Unión Europea
N.º doc. Ción.:	COM(2022) 761 final
Asunto:	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

Adjunto se remite a las Delegaciones el documento – COM(2022) 761 final.

Adj.: COM(2022) 761 final



COMISIÓN
EUROPEA

Bruselas, 7.12.2022
COM(2022) 761 final

2022/0406 (COD)

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

(Texto pertinente a efectos del EEE)

EXPOSICIÓN DE MOTIVOS

1. CONTEXTO DE LA PROPUESTA

• Razones y objetivos de la propuesta

La presente propuesta forma parte del paquete de la Ley de cotización, un conjunto de medidas para hacer que los mercados de capitales públicos sean más atractivos para las sociedades de la UE y facilitar el acceso al capital a las pequeñas y medianas empresas (pymes). Está en consonancia con el objetivo fundamental de la Unión de los Mercados de Capitales (UMC) de mejorar el acceso a fuentes de financiación basadas en el mercado para las sociedades de la UE en cada fase de su desarrollo, incluidas las sociedades más pequeñas. Las sociedades cotizadas a menudo superan a las sociedades sin libre transmisibilidad de los títulos de participación en términos de crecimiento anual de los ingresos y creación de empleo. Al cotizar en los mercados públicos, las sociedades pueden diversificar su base de inversores, reducir su dependencia de la financiación bancaria, obtener un acceso más fácil al capital propio adicional y a la financiación mediante deuda (a través de ofertas secundarias), aumentar su visibilidad pública y aumentar el reconocimiento de la marca.

Desde la publicación del primer plan de acción para la UMC en 2015, se ha avanzado para facilitar y abaratar el acceso de las sociedades, en particular las pymes, a los mercados públicos. En enero de 2018, la Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID II)¹ introdujo una nueva categoría de sistemas multilaterales de negociación (SMN), los mercados de pymes en expansión, para incentivar el acceso de las pymes a los mercados de capitales². En 2019, se presentaron nuevas normas de la UE para reducir la burocracia y la carga normativa para las sociedades que cotizan en los mercados de pymes en expansión, preservando al mismo tiempo un elevado nivel de protección de los inversores y de integridad del mercado³. No obstante, a pesar de los cambios introducidos, las partes interesadas siguen sosteniendo que es necesario adoptar nuevas medidas reguladoras para racionalizar el proceso de cotización y hacerlo más flexible para los emisores. 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 ello y sobre la base del Reglamento (UE) 2019/2115, la Comisión creó un Grupo de Expertos Técnicos Interesados sobre Pymes, que confirmó la preocupación de las partes interesadas de que es necesario adoptar nuevas medidas legislativas para apoyar la cotización de sociedades, en particular, de pymes. En su informe final de mayo de 2021, el Grupo de Expertos Técnicos Interesados sobre Pymes

¹ Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE (versión refundida) (DO L 173 de 12.6.2014, p. 349).

² Para que un SMN pueda considerarse un mercado de pymes en expansión, al menos el 50 % de los emisores cuyos instrumentos financieros se negocien en el SMN deben ser pymes, definidas en la MiFID II como empresas con una capitalización bursátil media inferior a 200 millones EUR (véase el considerando 132 de la MiFID II). Con el fin de garantizar un nivel adecuado de protección de los inversores, las normas de cotización en los mercados de pymes en expansión también deben cumplir determinadas normas de calidad, incluida la necesidad de elaborar un documento de admisión adecuado (cuando no se exija un folleto) y de cumplir con la información financiera periódica. El marco del mercado de pymes en expansión se desarrolló para seguir reconociendo las necesidades especiales de las pymes que entran por primera vez en los mercados de renta variable y de renta fija.

³ Reglamento (UE) 2019/2115 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, por el que se modifican la Directiva 2014/65/UE y los Reglamentos (UE) n.º 596/2014 y (UE) 2017/1129 en relación con el fomento del uso de los mercados de pymes en expansión (DO L 320 de 11.12.2019, p. 1).

formuló doce recomendaciones para modificar el marco de cotización tanto en los mercados regulados como en los mercados de pymes en expansión⁴.

El 15 de septiembre de 2021, la presidenta Von der Leyen anunció en su declaración de intenciones⁵ dirigida al Parlamento y a la Presidencia del Consejo una propuesta legislativa para facilitar el acceso de las pymes al capital, que se ha incluido en el programa de trabajo de la Comisión para 2022⁶.

La decisión de una sociedad de cotizar es compleja y se ve influida por una multitud de factores, muchos de los cuales están fuera del alcance de los reguladores y, por lo tanto, no pueden abordarse directamente mediante una intervención legislativa. Por ejemplo, las características del ecosistema que determinan el coste de los servicios de cotización, la inestabilidad geopolítica, el Brexit, la COVID-19, la política del banco central y la inflación, han tenido (y seguirán teniendo) un efecto en la decisión de cotizar, en el momento y el lugar de hacerlo y en la conveniencia de seguir cotizando en la UE. Sin embargo, los requisitos reglamentarios y los costes y las cargas asociados son también factores importantes en la decisión de una sociedad de cotizar y seguir cotizando. El paquete de la Ley de cotización presenta un conjunto específico de medidas que pretenden lo siguiente: i) reducir la carga reglamentaria cuando se considere excesiva (es decir, cuando la reglamentación podría contribuir a la protección de los inversores o a la integridad del mercado de una manera más rentable para las partes interesadas); y ii) aumentar la flexibilidad en virtud del Derecho de sociedades de los fundadores de sociedades o los accionistas de control a la hora de decidir cómo distribuir los derechos de voto tras la admisión a cotización de las acciones.

El marco normativo aplicable al proceso de cotización es polifacético. Las sociedades deben cumplir los requisitos reglamentarios antes, durante y después de la oferta pública inicial (OPI). La presente propuesta se centra en los obstáculos reglamentarios que surgen en la fase previa a la oferta pública inicial y atañe a la desigualdad de oportunidades de las sociedades en la UE a la hora de escoger estructuras de gobernanza adecuadas cuando cotizan. La propuesta de Directiva va acompañada de otras dos propuestas legislativas: i) una propuesta de Reglamento por el que se modifica el Reglamento sobre el folleto⁷, el Reglamento sobre abuso de mercado⁸, ii) el Reglamento relativo a los mercados de instrumentos financieros⁹ y iii) una propuesta de Directiva por la que se deroga la Directiva de cotización¹⁰ y por la que se modifica la MiFID II. Ambas propuestas pretenden racionalizar y aclarar los requisitos de divulgación aplicables a los mercados primarios y secundarios, al tiempo que mantienen un

⁴ Informe final del Grupo de Expertos Técnicos Interesados sobre Pymes *Empowering EU capital markets - Making listing cool again* [«Empoderar a los mercados de capitales de la UE para las pymes: recuperar el atractivo de la cotización», documento en inglés] (europa.eu).

⁵ Véase la p. 4: *state_of_the_union_2021_letter_of_intent_en.pdf* (europa.eu).

⁶ Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones. Programa de trabajo de la Comisión para 2022 – Hagamos juntos una Europa más fuerte [COM(2021) 645 final] *cwp2022_en.pdf* (europa.eu).

⁷ Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado y por el que se deroga la Directiva 2003/71/CE (DO L 168 de 30.6.2017, p. 12).

⁸ Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado y por el que se derogan la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, y las Directivas 2003/124/CE, 2003/125/CE y 2004/72/CE de la Comisión (DO L 173 de 12.6.2014, p. 1).

⁹ Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012.

¹⁰ Directiva 2001/34/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de mayo de 2001, sobre la admisión de valores negociables a cotización oficial y la información que ha de publicarse sobre dichos valores (DO L 184 de 6.7.2001, p. 1).

nivel apropiado de protección de los inversores e integridad del mercado. La propuesta de Directiva por la que se deroga la Directiva de cotización y se modifica la MiFID II también aspira a aumentar el bajo nivel de estudio de inversiones en pymes.

Uno de los problemas principales que disuade a los fundadores y las familias de salir a bolsa (en la fase previa a la oferta pública inicial) es el miedo de perder el control de su sociedad cuando empiece a cotizar. La cotización implica la dilución de la propiedad que, por consiguiente, reduce el control de los fundadores y las familias sobre las inversiones importantes y las decisiones de funcionamiento de la sociedad. Puede resultar más probable que las sociedades, en particular las pymes, coticen en mercados públicos si los accionistas de control pueden mantener su poder de decisión en la sociedad tras empezar a cotizar. Esto les permite seguir modelando el negocio según su visión estratégica, al tiempo que disfrutan de las ventajas asociadas a una sociedad que cotiza en bolsa y obtienen la financiación suficiente para justificar el proceso de admisión a cotización. Esto ocurre, en particular, en las sociedades familiares más pequeñas, las empresas emergentes y los negocios con proyectos a largo plazo que conllevan costes iniciales significativos. Todas estas sociedades pueden correr el riesgo de estar demasiado expuestas a las fluctuaciones de los mercados públicos o de sufrir una adquisición hostil. Además, estas sociedades sacarían más provecho de la cotización en un mercado de pymes en expansión: un tipo de sistema multilateral de negociación diseñado específicamente para pymes y que les permite acogerse a requisitos normativos menos estrictos. Puede que las sociedades más pequeñas tengan una mayor necesidad de diversificar la financiación que las sociedades grandes debido a que su perfil suele ser más arriesgado, a la menor visibilidad respecto a los posibles inversores, a la falta de recursos para cotizar en el extranjero, así como, en algunos casos, a una mayor necesidad de expandirse. Por lo tanto, dado que el acceso a los mercados públicos es especialmente importante para las sociedades más pequeñas y de crecimiento rápido, la presente propuesta se centra en las sociedades que cotizan en mercados de pymes en expansión.

Las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple constituyen un mecanismo eficaz que permite a los propietarios de sociedades mantener el poder de decisión en una sociedad al tiempo que obtienen financiación en los mercados públicos. Estas estructuras de acciones hacen posible que un accionista (o grupo de accionistas) posea una participación de control en una sociedad sin tener que hacer la inversión económica proporcional requerida para el tamaño de la participación, en caso de que todas las acciones tengan el mismo derecho de voto. Las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple suelen incluir al menos dos clases de acciones diferentes e independientes con distinto número de derechos de voto asociado a las acciones de cada clase.

Las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple son solo uno de los mecanismos existentes para mejorar el control, es decir, mecanismos que generan una discrepancia en la relación entre la propiedad financiera y el derecho de voto, con el resultado de que un accionista puede aumentar su control sin tener una participación accionarial proporcional. El estudio sobre la proporcionalidad entre la propiedad y el control en los Estados miembros¹¹, publicado en 2007, mostró que los mecanismos disponibles para mejorar o limitar el control aprovechando el derecho de voto también pueden incluir, entre otros, las acciones de lealtad¹²,

¹¹ https://ecgi.global/sites/default/files/study_report_en.pdf.

¹² Las acciones de lealtad son acciones que confieren más derechos de voto a los accionistas que las han mantenido durante un período determinado. Normalmente, los accionistas de acciones de lealtad obtienen dos votos por acción, en lugar de uno, si han mantenido sus acciones durante dos años o más.

las acciones sin derecho a voto¹³, las acciones preferentes sin derecho a voto¹⁴ y las limitaciones de los derechos de voto¹⁵.

No obstante, al ser más rígidas en su configuración, la mayoría de estas estructuras de acciones alternativas limitan la cantidad de fondos que pueden recaudarse en la fase de oferta pública inicial y mediante emisiones de seguimiento. Además, las acciones de lealtad son un mecanismo de control mejorado diseñado específicamente para fomentar la participación a largo plazo de los inversores y dar lugar a una propiedad más estable y orientada a largo plazo, en lugar de aumentar el atractivo de obtener fondos del público. Dado que las acciones de lealtad suelen asociarse a menos derechos de voto adicionales que las acciones con derechos de voto múltiple para los accionistas de control y que normalmente requieren un período de tenencia antes de activar los derechos de voto adicionales, los fundadores y las sociedades familiares las consideran menos atractivas. Existen datos empíricos que han demostrado que la introducción de acciones de lealtad en algunos Estados miembros no ha aumentado el número de sociedades que acceden a los mercados públicos. En cambio, las acciones con derechos de voto múltiple permitirían a los fundadores conservar el control aun vendiendo una mayor parte de su inversión en la sociedad gracias a la mayor desvinculación entre los intereses económicos y los derechos de voto.

La introducción de estructuras de acciones con derechos de voto múltiple en una sociedad implica que otros accionistas (inversores) tengan menos poder de decisión en relación con sus inversiones económicas. Esta disminución de derechos de voto podría causar problemas específicos de no mitigarse adecuadamente. Entre estos problemas podrían incluirse, por ejemplo, el atrincheramiento de los accionistas¹⁶, la canalización de los activos de la sociedad y, en general, la obtención de beneficios privados por parte del accionista de control, por ejemplo mediante operaciones entre partes vinculadas. Además, el efecto diluyente de las acciones con derechos de voto múltiple puede dar lugar a que los accionistas de control bloqueen determinadas decisiones, en particular las que están dirigidas a los objetivos de sostenibilidad, fomentando de este modo los intereses del accionista de control en lugar del desarrollo sostenible a largo plazo de la sociedad. Sin embargo, estos problemas potenciales pueden abordarse estableciendo salvaguardias destinadas a proteger a los accionistas minoritarios y los intereses de la sociedad, como una ratio máxima de voto, cláusulas de extinción y limitación del uso de las acciones con derechos de voto múltiple en determinados casos, por ejemplo en lo que respecta a las cuestiones de sostenibilidad.

En la actualidad existe una fragmentación en la UE en lo que respecta a las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple, lo que da lugar a una desigualdad de oportunidades para las sociedades de la UE a la hora de decidir si cotizan. Algunos Estados miembros, como

¹³ Las acciones sin derecho a voto son acciones que no confieren derechos de voto y que no comportan derechos especiales de flujo de caja (como los dividendos preferentes) para compensar la falta de derechos de voto.

¹⁴ Las acciones preferentes sin derecho a voto son acciones sin derecho a voto emitidas con un derecho especial de flujo de caja para compensar la falta de derechos de voto (como los dividendos preferentes, en forma de mayores dividendos o dividendos garantizados).

¹⁵ Una limitación del derecho de voto es una restricción que prohíbe a los accionistas votar por encima de un determinado umbral, independientemente del número de acciones con derecho de voto que posean. Las limitaciones de los derechos de voto pueden expresarse como porcentaje de todas las acciones con derechos de voto en circulación (por ejemplo, cuando ningún accionista puede votar más del 3 % del capital social registrado de la sociedad) o como porcentaje del total de votos emitidos en una junta general (habitual en todos los Estados miembros).

¹⁶ El atrincheramiento de los accionistas es una situación en la que los accionistas mayoritarios tienen un control perpetuo y, por lo tanto, pueden tomar decisiones en su propio beneficio sin tener en cuenta los intereses de la sociedad y de otros accionistas, y en la que otros accionistas no pueden impugnar en la práctica estas decisiones.

Suecia o Dinamarca, han permitido acciones con derechos de voto múltiple desde casi el principio de sus mercados de capitales. En Suecia, el porcentaje de sociedades cotizadas con estas estructuras accionariales se ha mantenido siempre por encima del 40 %, y en Finlandia y Dinamarca representan la mayoría de las sociedades cotizadas en bolsa en términos de capitalización bursátil. En cambio, otros Estados miembros han prohibido las acciones con derechos de voto múltiple. En algunos casos, la prohibición se limita a las sociedades con libre transmisibilidad de los títulos de participación, por ejemplo en Alemania y Bélgica, mientras que en otros se aplica a todas las sociedades, por ejemplo en Austria y Croacia.

Las diferencias existentes en los regímenes nacionales sobre las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple crean unas condiciones de competencia desiguales para las sociedades de los distintos Estados miembros. Los empresarios y las sociedades de los Estados miembros que prohíben las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple se encuentran en una situación de desventaja comparativa con las sociedades de los Estados miembros que las permiten. Los empresarios y las sociedades que desean introducir estructuras de acciones con derechos de voto múltiple y beneficiarse de la flexibilidad deben decidir si mantienen las restricciones a la libre transmisibilidad de los títulos de participación o si se trasladan a otro Estado miembro (o a un país no perteneciente a la UE), con lo que se limitan sus opciones de financiación y aumenta su coste de capital. Esto afecta, en particular, a las pymes y a las empresas emergentes en fase inicial que carecen de recursos para cubrir los costes adicionales asociados a la cotización en otro Estado miembro o en un país no perteneciente a la UE.

La presente propuesta tiene por objeto lograr una armonización mínima de las legislaciones nacionales sobre las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple de las sociedades que cotizan en los mercados de pymes en expansión y, al mismo tiempo, conceder suficiente flexibilidad a los Estados miembros para su aplicación. Si bien los mercados regulados suelen ser más adecuados para las sociedades más grandes y maduras, los mercados de pymes en expansión se diseñaron en gran medida para la cotización de sociedades más pequeñas, por lo que el tratamiento normativo de los mercados de pymes en expansión tiene en cuenta las particularidades de las pymes. No obstante, no todas las sociedades con valores cotizados en los mercados de pymes en expansión son pymes. Las sociedades que no son pymes suelen tener más valores líquidos y, por lo tanto, su inclusión permite a los mercados de pymes en expansión generar gastos de negociación más elevados para mantener la rentabilidad de su modelo de negocio. No obstante, en aras de la claridad para los inversores, todos los emisores de los mercados de pymes en expansión, independientemente de su tamaño, están actualmente sujetos a las mismas normas. En consonancia con este enfoque, la presente propuesta introduce la posibilidad de adoptar por primera vez estructuras de acciones con derechos de voto múltiple para todas las sociedades que soliciten la admisión a cotización de sus acciones en un mercado de pymes en expansión.

La presente propuesta establece salvaguardias para garantizar la protección de los accionistas minoritarios y de los intereses de la sociedad. Estas salvaguardias exigen a todos los Estados miembros que velen por que toda decisión de adoptar una estructura de acciones con derechos de voto múltiple, o de modificar dicha estructura cuando ello repercuta en los derechos de voto, se adopte por mayoría cualificada en la junta general de accionistas. Las salvaguardias establecidas en la presente propuesta también incorporan una limitación del peso de voto de las acciones con derechos de voto múltiple mediante la introducción de restricciones en el diseño de la estructura de dichas acciones o en el ejercicio de los derechos de voto vinculados a las acciones con derechos de voto múltiple para la adopción de determinadas decisiones. Estas salvaguardias están concebidas para proteger los intereses de los accionistas minoritarios y los intereses de la sociedad y conceden, al mismo tiempo, suficiente

flexibilidad a los accionistas de control a fin de no desincentivar el uso de estructuras de acciones con derechos de voto múltiple. Asimismo, estas salvaguardias están en gran medida en consonancia con las que ya existen en los sistemas jurídicos de los Estados miembros que cuentan con regímenes de estructuras de acciones con derechos de voto múltiple que funcionan correctamente. Por lo tanto, dichos Estados miembros requerirían pocos ajustes en sus sistemas jurídicos actuales.

- **Coherencia con las disposiciones existentes en la misma política sectorial**

En la actualidad, las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple están reguladas exclusivamente a escala nacional.

La propuesta de Directiva es coherente con los objetivos de la legislación vigente de la UE por la que se establecen requisitos para las sociedades con libre transmisibilidad de los títulos de participación y se coordinan las disposiciones nacionales del Derecho de sociedades. Esta legislación incluye la Directiva sobre el Derecho de sociedades¹⁷, cuyo objetivo es asegurar una equivalencia mínima en la protección de los accionistas y de los acreedores; asimismo, armoniza las disposiciones nacionales sobre determinados aspectos del Derecho de sociedades, como la constitución de sociedades anónimas, los requisitos del capital social y las distribuciones a los accionistas. El ámbito de aplicación de la propuesta de Directiva no se solapa con el de la Directiva sobre Derecho de sociedades, que no regula las estructuras de acciones de las sociedades (en particular, las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple); en cambio, esta cuestión se aborda en la presente propuesta.

Además, al exigir a los Estados miembros que establezcan disposiciones para salvaguardar los intereses de las sociedades y de los accionistas minoritarios, la propuesta es coherente con el objetivo político de la Directiva (UE) 2017/828¹⁸, en particular el fomento del desarrollo sostenible a largo plazo de las sociedades y la protección de sus intereses y de los de sus accionistas minoritarios en operaciones de partes vinculadas, a pesar de la diferencia en el ámbito de aplicación de ambos actos: la Directiva se refiere a los derechos de los accionistas en sociedades admitidas a cotización en mercados regulados, mientras que la presente propuesta atañe a los derechos de los accionistas en sociedades admitidas a cotización en mercados de pymes en expansión.

Del mismo modo, la propuesta de Directiva no se solapa con el ámbito de aplicación de la Directiva relativa a las ofertas públicas de adquisición, que establece normas aplicables a las sociedades con libre transmisibilidad de los títulos de participación, cuando dichas sociedades son objeto de ofertas públicas de adquisición, con el fin de salvaguardar los intereses de los accionistas. Cabe señalar que la Directiva relativa a las ofertas públicas de adquisición¹⁹ solo se aplica a las sociedades admitidas a cotización en un mercado regulado y no a las sociedades admitidas a cotización en un mercado de pymes en expansión, que se incluyen en el ámbito de aplicación de la presente propuesta. No obstante, las disposiciones en materia de transparencia de la presente propuesta persiguen objetivos similares a los de la Directiva relativa a las ofertas públicas de adquisición, y se centran en la estructura del capital social, la estructura accionarial de la sociedad, así como en los derechos y las obligaciones asociados a los valores de la sociedad.

¹⁷ Directiva (UE) 2017/1132 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre determinados aspectos del Derecho de sociedades (versión codificada) (DO L 169 de 30.6.2017, p. 46).

¹⁸ Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas (DO L 132 de 20.5.2017, p. 1).

¹⁹ Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición (DO L 142 de 30.4.2004, p. 12).

Por último, la propuesta de Directiva está en consonancia con las disposiciones de la MiFID II por la que se regulan los mercados de pymes en expansión.

- **Coherencia con otras políticas de la Unión**

La propuesta está plenamente en consonancia con el objetivo fundamental de la UMC de hacer que la financiación sea más accesible para las sociedades de la UE y, en particular, para las pymes. Es coherente con una serie de medidas legislativas y no legislativas adoptadas por la Comisión en el marco del Plan de Acción para la UMC de 2015²⁰, la revisión intermedia del Plan de Acción para la UMC de 2017²¹ y el Plan de Acción para la UMC de 2020.

Para fomentar el empleo y el crecimiento en la UE, la facilitación del acceso a la financiación para las sociedades, especialmente las pymes, ha sido un objetivo clave de la UMC desde el principio. Desde la publicación del Plan de Acción para la UMC en 2015, se han tomado algunas medidas específicas para desarrollar fuentes de financiación adecuadas para las pymes a lo largo de todas sus fases de desarrollo. En su revisión intermedia del Plan de Acción para la UMC, publicada en junio de 2017, la Comisión decidió aumentar su nivel de ambición y centrarse más en el acceso de las pymes a los mercados públicos. En mayo de 2018, la Comisión publicó una propuesta para promover el uso de los mercados de pymes en expansión²² con el fin de reducir la carga administrativa y los elevados costes de cumplimiento a los que se enfrentan los emisores de mercados de pymes en expansión, garantizando al mismo tiempo un elevado nivel de integridad del mercado y de protección de los inversores; fomentar la liquidez de las acciones de pymes que cotizan en bolsa para que estos mercados resulten más atractivos para los inversores, emisores e intermediarios; y facilitar el registro de SMN como mercados de pymes en expansión. La propuesta de fomento del uso de los mercados de pymes en expansión se adoptó en noviembre de 2019.

Además, tras la crisis de la COVID-19, la Comisión publicó el paquete de recuperación de los mercados de capitales, que incluía modificaciones específicas de los mercados de capitales y la regulación bancaria, con el objetivo general de facilitar que los mercados de capitales ayuden a las empresas de la UE a recuperarse de la crisis de la COVID-19. Los cambios propuestos en las normas del mercado de capitales tenían por objeto, en particular, aliviar la carga normativa y la complejidad para las empresas de inversión y los emisores.

La presente propuesta responde al Plan de Acción para la UMC de 2020 y a su objetivo de hacer que la financiación sea más accesible para las sociedades de la UE (medida 2 «Apoyo al acceso a los mercados públicos»). La propuesta se centra en aligerar los requisitos reglamentarios que pueden disuadir a una sociedad a la hora de decidir si cotizar o seguir cotizando. Otros factores que pueden disuadir a los emisores de cotizar, como una base de inversores limitada y un tratamiento fiscal más favorable de la deuda frente al capital, se abordan en otras iniciativas en curso y futuras de la UMC que complementan las modificaciones presentadas en la presente propuesta y deben analizarse junto con esta iniciativa. Estas iniciativas se refieren, por ejemplo, a i) la creación de un punto de acceso

²⁰ Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones, «Plan de acción para la creación de un mercado de capitales» [COM(2015) 468 final].

²¹ Comunicación de la Comisión sobre la revisión intermedia del plan de acción para la unión de los mercados de capitales [SWD(2017) 224 final] y [SWD(2017) 225 final], de 8 de junio de 2017 https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/communication-cmu-mid-term-review-june2017_en.pdf.

²² Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se modifican los Reglamentos (UE) n.º 596/2014 y (UE) 2017/1129 en relación con el fomento del uso de los mercados de pymes en expansión [COM(2018) 331 final].

único en la UE (PAUE)²³ que aborde la falta de datos accesibles y comparables para los inversores, haciendo que las sociedades sean más visibles para los inversores, ii) la centralización de la información sobre la negociación de la UE en un sistema de información consolidada²⁴ para lograr un panorama de negociación del mercado público y una determinación de precios más eficientes y ii) la introducción de una bonificación para la reducción del sesgo en favor del endeudamiento²⁵ para que la financiación mediante acciones resulte más atractiva (y menos costosa) para las sociedades.

Además, una serie de iniciativas de la Comisión reforzarán aún más la base de inversores para el capital cotizado. El Fondo de Oferta Pública Inicial para pymes de la UE desempeñará el papel de inversor principal para atraer más inversión privada en el capital público de las pymes mediante la asociación con inversores institucionales y la inversión en fondos centrados en los emisores de pymes. El Reglamento sobre requisitos de capital y las revisiones de Solvencia II aumentarán la base de inversores para los emisores, al facilitar las inversiones de bancos y compañías de seguros en acciones públicas (a largo plazo).

La presente propuesta también está en consonancia con la Nueva Agenda Europea de Innovación²⁶ publicada en 2022, ya que aumentaría el atractivo de los mercados de capitales para los fundadores de sociedades, sin que tuvieran que renunciar al control de la sociedad al cotizar en los mercados públicos.

La propuesta tiene en cuenta las pruebas que sustentan el dictamen de la Plataforma «Preparados para el Futuro» sobre la facilitación del acceso de las pymes al capital y, en particular, sobre la simplificación de los procedimientos de admisión a cotización de valores de las pymes y otras obligaciones de cotización.

Dado que la presente propuesta permitirá a más pymes acceder a una financiación cada vez más diversificada mediante la cotización en los mercados de pymes en expansión, sobre la base de la estructura de gobierno corporativo más adecuada, también estará en consonancia con el objetivo del paquete de ayuda a las pymes anunciado por la presidenta Von der Leyen en el discurso sobre el estado de la Unión de septiembre de 2022.

Por último, las disposiciones de la propuesta sobre salvaguardias también atienden a la protección de los intereses de la sociedad frente a decisiones que conlleven riesgos o consecuencias adversas para los derechos humanos, el cambio climático y el medio ambiente. Por lo tanto, la propuesta es acorde con el objetivo de la política de gobierno corporativo de la Comisión de fomentar un comportamiento empresarial sostenible y responsable y, por ende, está en consonancia con la propuesta de la Comisión de Directiva sobre diligencia debida de

²³ Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se establece un punto de acceso único europeo que proporciona un acceso centralizado a la información disponible al público pertinente para los servicios financieros, los mercados de capitales y la sostenibilidad [COM(2021) 723 final].

²⁴ Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 600/2014 en lo que se refiere a la mejora de la transparencia de los datos de mercado, la eliminación de obstáculos al establecimiento de un sistema de información consolidada, la optimización de las obligaciones de negociación y la prohibición de recibir pagos por la transmisión de órdenes de clientes [COM(2021) 727 final].

²⁵ Propuesta de Directiva del Consejo por la que se establecen normas sobre una bonificación para la reducción del sesgo en favor del endeudamiento y sobre la limitación de la deducibilidad de los intereses a efectos del impuesto sobre la renta de las sociedades [COM(2022) 216 final].

²⁶ Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones, «Nueva Agenda Europea de Innovación» [COM(2022) 332 final].

las sociedades en materia de sostenibilidad²⁷, que tiene por objeto integrar los derechos humanos y las consideraciones medioambientales en los sistemas de gobierno corporativo de las sociedades.

2. BASE JURÍDICA, SUBSIDIARIEDAD Y PROPORCIONALIDAD

• Base jurídica

La propuesta se basa en los artículos 114 y 50 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE).

El artículo 114 prevé la adopción de medidas relativas a la aproximación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas de los Estados miembros que tengan por objeto el establecimiento y el funcionamiento del mercado interior. Acogerse al artículo 114 del TFUE es posible cuando las disparidades entre las normas nacionales puedan obstaculizar las libertades fundamentales o crear distorsiones de la competencia y, por tanto, tener un efecto directo sobre el funcionamiento del mercado interior. El objetivo de la propuesta de Directiva consiste en eliminar los obstáculos al ejercicio de las libertades fundamentales, como la libre circulación de capitales y la libertad de establecimiento. Estos obstáculos se derivan de las diferencias entre las legislaciones nacionales en materia de sociedades en la UE, en la medida en que algunos Estados miembros impiden que sus sociedades accedan a los mercados públicos a través de estructuras de acciones con derechos de voto múltiple. Esto restringe su acceso al capital y supone un obstáculo para el establecimiento de un mercado único de capitales en la UE.

El artículo 50, apartado 1 y, en particular, el apartado 2, letra g), del TFUE establecen la competencia de la UE para actuar con el fin de alcanzar la libertad de establecimiento para una actividad determinada, en particular «coordinando, en la medida necesaria y con objeto de hacerlas equivalentes, las garantías exigidas en los Estados miembros a las sociedades definidas en el párrafo segundo del artículo 54, para proteger los intereses de socios y terceros». La propuesta de Directiva tiene por objeto establecer medidas de coordinación relativas a la protección de los intereses de los accionistas de las sociedades y otras partes interesadas para reducir las disparidades entre las normas nacionales y atenuar los obstáculos a la libertad de establecimiento.

• Subsidiariedad (en el caso de competencia no exclusiva)

En virtud del artículo 4 del TFUE, la acción de la UE para la plena realización del mercado interior debe evaluarse a la luz del principio de subsidiariedad establecido en el artículo 5, apartado 3, del Tratado de la Unión Europea (TUE). De acuerdo con dicho principio, solo cabe actuar a escala de la UE cuando los objetivos de la acción pretendida no puedan ser alcanzados de manera suficiente por los Estados miembros por sí solos y, por tanto, exijan tal actuación a escala de la UE. En cuanto a las acciones con derechos de voto múltiple, a menos que se adopten medidas a escala de la UE, es poco probable que los Estados miembros, que actualmente no permiten estas estructuras de acciones, modifiquen sus normas de forma unilateral y sin incentivos externos en un futuro próximo. Esto se debe en gran medida a razones históricas, a la oposición de las partes interesadas de esos países y al hecho de que modificar el Derecho de sociedades, que se ha desarrollado a lo largo de siglos, suele ser difícil. Cualquier dilación a la hora de introducir estas estructuras en la UE implicaría seguir privando a las sociedades más pequeñas de acceder a oportunidades de financiación en los

²⁷ Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre diligencia debida de las empresas en materia de sostenibilidad y por la que se modifica la Directiva (UE) 2019/1937 [COM(2022) 71 final].

Estados miembros que prohíben las acciones con derechos de voto múltiple. Por último, aunque los Estados miembros decidieran tomar medidas, los enfoques podrían diferir de manera significativa, lo que podría dar lugar a una mayor fragmentación.

- **Proporcionalidad**

El objetivo de la propuesta de Directiva consiste en contribuir al buen funcionamiento del mercado único y en eliminar los obstáculos al ejercicio de las libertades fundamentales, como la libre circulación de capitales y la libertad de establecimiento. Estos obstáculos se deben a las diferencias entre los sistemas nacionales del Derecho de sociedades sobre las estructuras de acciones y, en particular, a la capacidad de una sociedad para adoptar una estructura de acciones con derechos de voto múltiple. Para alcanzar este objetivo, la propuesta solo establece requisitos mínimos de armonización y solo en relación con el principio jurídico fundamental de permitir estructuras de acciones con derechos de voto múltiple, y lo completa con las salvaguardias mínimas necesarias para proteger los intereses de los accionistas minoritarios y los intereses de la sociedad. Su ámbito de aplicación también se limita a los mercados de pymes en expansión, en particular a las pymes que más se beneficiarían de una medida de este tipo.

La propuesta de Directiva concede a los Estados miembros suficiente flexibilidad para incorporar las disposiciones de la propuesta en el marco del sistema jurídico nacional. Para ello, completa las normas con medidas adicionales, en particular salvaguardias para los accionistas y los intereses de las empresas, siempre que estén en consonancia con los objetivos de la presente Directiva, o que permitan establecer estructuras de acciones con derechos de voto múltiple en situaciones fuera del ámbito de aplicación de la presente propuesta. Por consiguiente, de acuerdo con el principio de subsidiariedad establecido en el artículo 5 del TUE, la propuesta de Directiva no excede de lo necesario para alcanzar esos objetivos.

- **Elección del instrumento**

La mejor manera de lograr la integración del mercado único de la UE en el ámbito del Derecho de sociedades, en particular las estructuras de acciones, es mediante la aproximación de las legislaciones a través de una directiva que aborde la armonización. La utilización de una directiva respeta las diferentes culturas jurídicas y los sistemas de Derecho de sociedades de los Estados miembros y ofrece suficiente flexibilidad en el proceso de transposición para aplicar normas mínimas comunes de manera compatible con esos distintos sistemas.

Una recomendación no podría alcanzar el objetivo de aproximación deseado en este ámbito político, en el que se detectaron grandes diferencias en la legislación vinculante de los Estados miembros. Además, la aproximación mediante un reglamento no concedería suficiente flexibilidad a los Estados miembros para adaptarse a las condiciones locales y mantener la coherencia de las normas de la UE con el Derecho de sociedades nacional más general.

3. RESULTADOS DE LAS EVALUACIONES *EX POST*, DE LAS CONSULTAS CON LAS PARTES INTERESADAS Y DE LAS EVALUACIONES DE IMPACTO

- **Evaluaciones *ex post* y controles de la adecuación de la legislación existente**

No aplicable.

- **Consultas con las partes interesadas**

En los últimos años, las evaluaciones continuas de la Comisión se han centrado en el acceso de las sociedades, sobre todo las pymes, a los mercados públicos. Las cuestiones relativas a la

carga normativa para las sociedades a la hora de acceder a los mercados públicos se plantearon en el contexto del Foro de Alto Nivel sobre la UMC, el Grupo de Expertos Técnicos Interesados sobre Pymes y el Plan de Acción de la UMC de 2020. La Comisión también tuvo en cuenta una amplia investigación sobre el tema realizada en el estudio de Oxera²⁸. Para obtener más datos sobre estas cuestiones, en noviembre de 2021 se puso en marcha una convocatoria de datos, así como una consulta pública y una consulta específica sobre la Ley de cotización. Las consultas estuvieron abiertas durante catorce semanas (del 19 de noviembre de 2021 al 25 de febrero de 2022).

La Comisión también organizó dos reuniones o talleres de carácter técnico con las partes interesadas del sector en abril de 2022 con el fin de seguir perfeccionando las opciones de actuación que se estaban estudiando.

Además, la Comisión presentó los objetivos de la propuesta al Grupo de Expertos del Comité Europeo de Valores el 15 de octubre de 2021, el 17 de mayo de 2022 y el 30 de mayo de 2022.

También se organizó una reunión con los coordinadores de la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios (ECON) del Parlamento Europeo para presentar los objetivos de la propuesta el 17 de mayo de 2022.

Por último, el 12 de septiembre de 2022 se celebró una reunión con el Grupo de Expertos en Derecho de Sociedades.

Consultas públicas y específicas

En las consultas públicas y específicas, los encuestados subrayaron que una de las principales razones de la oleada de emisores de alta tecnología y de gran crecimiento que optaron por cotizar en países no pertenecientes a la UE (como los Estados Unidos o el Reino Unido) es la flexibilidad que estas jurisdicciones conceden a los emisores de acciones con derechos de voto múltiple²⁹. Del mismo modo, algunos encuestados³⁰ destacaron que varias sociedades de la UE han trasladado recientemente sus sedes sociales de países que ofrecen posibilidades limitadas en lo que respecta a emitir acciones con derechos de voto múltiple (por ejemplo, Italia, Alemania y España) a los Países Bajos, un país que adoptó un enfoque permisible y flexible con respecto a las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple³¹. Por último, el 64 % de los encuestados consideró conveniente establecer en la legislación de la UE que los emisores de toda la UE puedan cotizar en un centro de negociación de la UE sobre la base de la estructura de acciones con derechos de voto múltiple.

La mayoría de los participantes en la consulta (83 %)³² consideró que, cuando está permitido, el uso de acciones con derechos de voto múltiple ha incentivado en la práctica a más empresas a solicitar la cotización en los mercados públicos. En lo que se refiere a la repercusión de las acciones con derechos de voto múltiple en el atractivo de una sociedad para los inversores, la mayoría de los encuestados (principalmente emisores y bolsas) consideró que el efecto es

²⁸ Oxera Consulting LPP, *Primary and secondary equity markets in EU, Final Report* [«Mercados primarios y secundarios de capital de la UE - Informe final», documento en inglés], noviembre de 2020, Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf.

²⁹ Las partes interesadas que apoyan esta opinión son los bancos de inversión, las asociaciones del mercado de valores, los representantes de los ministerios de finanzas y las asociaciones de capital inversión.

³⁰ Esto lo mencionaron dos partes interesadas de los Países Bajos.

³¹ Hasta la fecha, hay algunas sociedades que se trasladaron a los Países Bajos para cotizar en dicho país debido al atractivo del sistema de las acciones con derechos de voto múltiple. Sin embargo, no se dispone de datos que lo corroboren.

³² Es decir, treinta y cuatro de los cuarenta y un encuestados.

positivo o neutro³³. Estos encuestados señalaron que las acciones con derechos de voto múltiple no disminuyen el interés de los inversores, siempre que existan determinadas salvaguardias, y destacaron que la transparencia es fundamental para garantizar que los inversores puedan tomar decisiones de inversión con pleno conocimiento de causa.

Los encuestados que valoraron que el efecto en el atractivo era negativo (incluidas dos autoridades nacionales competentes y algunas asociaciones de inversores) expresaron su preocupación por la desaparición del principio de «una acción, un voto». Uno de los encuestados señaló, en particular, que las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple pueden socavar los mecanismos de rendición de cuentas existentes en la legislación sobre gobierno corporativo, como la capacidad de los accionistas para elegir a los directivos, y dar lugar al atrincheramiento de la dirección. Sin embargo, incluso entre los encuestados que consideran que la repercusión es ligeramente negativa o negativa, algunos observaron que las acciones con derechos de voto múltiple son beneficiosas en determinadas situaciones (en particular para las sociedades de gran crecimiento, innovadoras y dirigidas por los fundadores que pretenden empezar a cotizar). Señalaron que cualquier cambio propuesto debe lograr un equilibrio adecuado. Este equilibrio debe permitir una protección adecuada del gobierno, como la limitación de las decisiones que pueden adoptarse en relación con los derechos de voto adicionales, permitir que las sociedades dirigidas por los fundadores recauden fondos en el mercado público y mantener la visión a largo plazo del fundador para la sociedad.

Por lo tanto, los encuestados destacaron que la flexibilidad en las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple debería abordarse de manera que salvaguarde las normas de gobierno (posiblemente mediante cláusulas de extinción, disposiciones de intransferibilidad, cancelación o conversión automática a la salida, etc.).

Recomendaciones del grupo de expertos

El Foro de Alto Nivel sobre la UMC recomendó que las sociedades tuvieran la opción de optar por una estructura de acciones con derechos de voto múltiple cuando salen a bolsa. El grupo de expertos señaló que estas estructuras ayudarían a las sociedades a evitar que las absorbieran sociedades más grandes, incentivarían a los propietarios a mantener el crecimiento y ayudarían a fomentar una perspectiva a largo plazo para la sociedad, al tiempo que la cotización continuaría siendo una opción de financiación atractiva. Sin embargo, hicieron hincapié en que esto debe sopesarse con el hecho de que impide que otros accionistas ejerzan sus responsabilidades de gestión y gobierno.

El Grupo de Expertos Técnicos Interesados apoyó plenamente esta recomendación y argumentó que debería ser prerrogativa de los emisores decidir si incluir o no una cláusula de extinción o una ratio máxima de voto ponderado.

Reuniones con las partes interesadas

Los dos talleres técnicos con las partes interesadas que organizó la Comisión no generaron aportaciones significativas sobre el tema de las acciones con derechos de voto múltiple. Algunas partes interesadas (bolsa) respaldaron claramente la armonización de la UE, ya que aumentaría el atractivo de la participación en bolsa. En cambio, otras partes interesadas (inversores) pensaban que no era necesaria tal armonización y añadían que, si se contempla este enfoque, sería importante adoptar las salvaguardias adecuadas.

³³ El 22 % (es decir, nueve encuestados) consideró que el efecto era positivo o ligeramente positivo, el 29 % (doce encuestados) opinó que era neutro, mientras que el 36 % de los encuestados (quince encuestados, en su mayoría inversores y autoridades nacionales competentes) estimó que era negativo o ligeramente negativo.

Reuniones con el Grupo de Expertos del Comité Europeo de Valores La Comisión presentó el posible camino a seguir en relación con la Ley de cotización como parte del proyecto de la UMC. Las delegaciones que participaron en el debate apoyaron ampliamente el objetivo de la Comisión de mejorar el atractivo de los mercados públicos de la UE, garantizando al mismo tiempo la protección de los inversores y la integridad del mercado. Más concretamente, trece Estados miembros que tomaron la palabra se mostraron dispuestos a considerar una armonización mínima de las disposiciones sobre las acciones con derechos de voto múltiple en el Derecho de la UE.

Reunión con los coordinadores de la Comisión ECON en el Parlamento Europeo

Los coordinadores de los diputados al Parlamento Europeo que participaron en el debate acogieron con satisfacción la propuesta de la Comisión sobre el futuro camino a seguir en relación con la Ley de cotización, y reconocieron el problema con los mercados públicos de la UE. Subrayaron que la Comisión debe encontrar un equilibrio adecuado para garantizar que todas las sociedades, especialmente las pymes, puedan acceder a los mercados públicos para obtener financiación, garantizando al mismo tiempo una protección adecuada de los inversores.

Reunión con el Grupo de Expertos en Derecho de Sociedades

Se celebró una reunión del Grupo de Expertos en Derecho de Sociedades para intercambiar opiniones sobre las estructuras nacionales de acciones con derechos de voto múltiple vigentes en algunos Estados miembros. Varios Estados miembros intervinieron para justificar sus respuestas a la encuesta de la Comisión (julio-agosto de 2022).

• Obtención y uso de asesoramiento especializado

La Comisión recopiló una cantidad significativa de datos directamente de los mercados bursátiles, los emisores y las asociaciones de pymes. Además, el Grupo de Expertos Técnicos Interesados (activo entre octubre de 2020 y mayo de 2021) facilitó algunos datos además de las aportaciones del mercado. Asimismo, en noviembre de 2020, la Comisión subcontrató a Oxera un estudio sobre los mercados primarios y secundarios de capital de la UE, que proporcionó una visión general del mercado³⁴ muy detallada, respaldada por datos.

Anteriormente, la Comisión había encargado un estudio sobre la proporcionalidad entre la propiedad y el control de las sociedades cotizadas en la UE, que concluyó con el *Report on the Proportionality Principle in the EU* [«Informe sobre el principio de proporcionalidad en la UE», documento en inglés] (publicado en 2007)³⁵. Las conclusiones de dicho informe se confirmaron recientemente en otro estudio sobre la protección de los accionistas minoritarios, que solicitó la Comisión y se publicó en 2018.

³⁴ El Estudio sobre los mercados primarios y secundarios de capital de la UE recomendó que los reguladores aliviaran las restricciones a los mecanismos de mejora del control (como las acciones con derechos de voto múltiple) para animar a las sociedades a cotizar sin que los propietarios tuvieran que renunciar al control de sus sociedades.

³⁵ El estudio sobre la proporcionalidad entre la propiedad y el control en los Estados miembros concluyó que ninguna jurisdicción de la UE en la muestra analizada optó por el principio de «una acción, un voto». Incluso aquellos Estados miembros que, en cierta medida, habían adoptado de manera oficial el principio de «una acción, un voto» autorizaron diversos mecanismos de mejora del control, como las limitaciones de los derechos de voto o las acciones preferentes sin derecho a voto. Más tarde, un estudio de 2018 sobre la protección de los accionistas minoritarios confirmó estas conclusiones. Este estudio contiene una sección sobre la aplicación del principio de «una acción, un voto» en los Estados miembros, en la que se concluye que los marcos jurídicos nacionales de los Estados miembros no consideran que este principio sea fundamental.

Se llevó a cabo una evaluación de impacto basada en amplios datos cualitativos y cuantitativos procedentes de las consultas públicas y específicas sobre la Ley de cotización: hacer más atractivos los mercados de capitales públicos para las sociedades de la UE y facilitar el acceso de las pymes al capital.

Otras fuentes utilizadas fueron la extensa bibliografía académica y la investigación, en particular mediante el examen de jurisdicciones que ya disponen de acciones con derechos de voto múltiple o que han aprobado recientemente legislación que las permite. Asimismo, diversas asociaciones del sector hicieron amplias aportaciones adicionales.

- **Evaluación de impacto**

La presente propuesta va acompañada de una evaluación de impacto que se presentó el 10 de junio de 2022 al Comité de Control Reglamentario, y, el 8 de julio de 2022, dicho Comité la aprobó –con reservas–.

El Comité pidió que se modificara el proyecto de evaluación de impacto para aclarar lo siguiente: i) la articulación y la coherencia de la iniciativa de la Ley de cotización con otras iniciativas relacionadas con los mercados de capitales; ii) los riesgos y las limitaciones del análisis y el reconocimiento de las consecuencias imprevistas; y iii) las diferentes opiniones expresadas por las distintas categorías de partes interesadas sobre la definición del problema, las opciones y sus repercusiones. Las observaciones del Comité fueron tenidas en cuenta y se integraron en la versión final de la evaluación de impacto.

La evaluación de impacto analiza varias opciones políticas para hacer más atractiva la cotización en los mercados de capitales de la UE mediante obligaciones reglamentarias racionalizadas, claras y más flexibles, con el fin de reducir los costes asociados a la obtención de capital en los mercados públicos para sociedades de todos los tamaños.

La evaluación de impacto describe tres factores que explican los problemas relacionados con las tres fases del ciclo de cotización: la fase previa a la OPI, el propio proceso de la OPI y la fase posterior a la OPI. El factor que se consideró pertinente para la presente propuesta de Directiva se refiere a la desigualdad de oportunidades para las sociedades de la UE en lo que respecta a la estructura de gobierno a la hora de cotizar, debido a las diferentes normas nacionales sobre las acciones con derechos de voto múltiple.

Las modificaciones reglamentarias establecidas en las opciones no podrían abordar por sí solas todos los retos a los que se enfrentan los mercados públicos de la UE. Sin embargo, junto con otras medidas que forman parte de un plan más amplio para mejorar el acceso de las sociedades a los mercados de capitales públicos, las modificaciones tienen por objeto ayudar a invertir la actual tendencia negativa en los mercados públicos de la UE. Sin estas mejoras reglamentarias, los mercados públicos de la UE seguirían basándose en un marco normativo en materia de cotización insuficiente, lo que a su vez reduciría el atractivo de los mercados públicos. Esto supondría un coste económico para los emisores, los inversores y la economía de la UE en su conjunto. Por lo tanto, el escenario de referencia no incluye ninguna modificación del marco legislativo que determina las normas aplicables a las sociedades que desean cotizar o que ya cotizan.

La opción de intervención preferida para la fase previa a la OPI prevé una armonización mínima de las legislaciones nacionales que regulan las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple y deja a la discreción de los Estados miembros la forma de encuadrarla. Con arreglo a esta opción, los Estados miembros que actualmente prohíben las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple tendrían que modificar su legislación para permitir tales estructuras de gobierno. La opción no impondría ninguna restricción adicional de gran

alcance a aquellos Estados miembros que en este momento cuenten con un régimen flexible y que funcione correctamente.

Esta opción serviría para ofrecer a las sociedades (establecidas en Estados miembros que actualmente prohíben las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple) un incentivo para la cotización. Al garantizar que las sociedades puedan ser admitidas a cotización en todos los Estados miembros con estructuras de acciones con derechos de voto múltiple, la opción preferida permitiría a los fundadores y a los propietarios de sociedades mitigar la pérdida de control, que suele estar asociada a la cotización. Esto, a su vez, abriría nuevas oportunidades de financiación para aquellas sociedades que, de otro modo, no contemplarían la posibilidad de cotizar en bolsa. Asimismo, generaría un ahorro sustancial de costes para las sociedades que actualmente deben cotizar en el extranjero para beneficiarse de la flexibilidad. Además, las acciones con derechos de voto múltiple ayudarían a los fundadores (que ya estuvieran cotizando) a evitar presiones del mercado a corto plazo y a centrarse en su visión a largo plazo para la sociedad.

Con la opción preferida, los Estados miembros disfrutarían de flexibilidad a la hora de establecer salvaguardias y condiciones en torno a las acciones con derechos de voto múltiple. Sin embargo, tendrían que garantizar el cumplimiento de algunos principios de alto nivel y de salvaguardias mínimas establecidos a escala de la UE. Entre ellos figura la necesidad de garantizar un equilibrio adecuado entre los intereses de los fundadores y la protección de los inversores minoritarios, así como la protección de los intereses de la sociedad. Dado que los Estados miembros estarían obligados a tener en cuenta los intereses de los inversores y de la sociedad a la hora de introducir estas estructuras de acciones en sus sistemas nacionales, esta opción garantizaría la protección de los inversores. Además, las salvaguardias y las condiciones se adaptarían a las características particulares de los mercados locales, y los mercados que ya cuentan con estructuras de acciones con derechos de voto múltiple conservarían su flexibilidad.

Otra opción (que no es la preferida) prevé una armonización máxima de las acciones con derechos de voto múltiple mediante la introducción de un conjunto detallado de normas, en particular relativas a las salvaguardias para los inversores minoritarios y para la sociedad, como las cláusulas de limitación del derecho de voto, las cláusulas de extinción y las cláusulas que establecen la limitación del número de votos asociado a una única acción; todas estas normas tratarían de proteger a los inversores minoritarios y a la sociedad de los efectos indebidos de estas estructuras de acciones. Además, en virtud de esta opción, el Derecho de la Unión también podría establecer quién puede poseer acciones con derechos de voto múltiple, en qué decisiones se tienen en cuenta los derechos de voto adicionales y en qué condiciones (y si) pueden transferirse a un tercero. Esta opción sería bastante prescriptiva, ya que todos los Estados miembros estarían obligados a aplicar el mismo marco rígido, en particular las mismas salvaguardias que no permitirían flexibilidad a los Estados miembros que ya cuentan con un sistema que funciona correctamente.

Por lo tanto, la opción preferida, además de eficaz, también sería más rentable para las partes interesadas, sobre todo para los emisores: los Estados miembros que ya cuentan con regímenes de acciones con derechos de voto múltiple no tendrían que modificar sus normas y las sociedades de esos Estados miembros no tendrían que adaptarse a un nuevo régimen e incurrir en costes adicionales. Es probable que una opción alternativa mucho más prescriptiva (que no sea la preferida) dé lugar a costes (de ajuste) mucho más elevados tanto para los Estados miembros como para los emisores de toda la UE. Si bien los intereses generales de los inversores y los intereses de las empresas pueden protegerse mejor a escala de la UE en el marco de la opción alternativa, puede que no sea adecuada para algunos Estados miembros,

en los que las disposiciones vigentes (flexibles) sobre las acciones con derechos de voto múltiple no parecen afectar de forma negativa a los inversores.

Se espera que la propuesta tenga un efecto económico directo en términos de aumento del acceso a fuentes alternativas de financiación para las sociedades de la UE. Es probable que incentive más a los emisores para que coticen en los mercados públicos de los Estados miembros en los que no se permiten estas estructuras. Junto con otras medidas de mejora, puede, por tanto, dar lugar a un aumento de las emisiones públicas en la UE, contribuyendo así en general al crecimiento de los mercados de capitales de la UE.

Por lo que se refiere a las repercusiones medioambientales, en particular el principio de «no causar un perjuicio significativo» y el control de la coherencia climática, se espera que la presente propuesta tenga un efecto medioambiental positivo indirecto, ya que las sociedades que reciban financiación de los mercados públicos podrán participar en el desarrollo y la innovación de nuevas tecnologías respetuosas con el medio ambiente. Además, la introducción de las salvaguardias específicas debe reducir al mínimo las repercusiones en las sociedades derivadas de decisiones que puedan tener consecuencias adversas para los derechos humanos, el clima y el medio ambiente. La presente propuesta también favorecería el desarrollo de mercados de capitales más abiertos y competitivos, y beneficiaría en particular a las sociedades de crecimiento más rápido en sectores innovadores y de investigación intensa que tienden a tener mayores necesidades de capital. La mejora del acceso a la financiación permitirá a estas sociedades crecer a un ritmo más rápido y asignar más recursos financieros a los programas de I+D que puedan contribuir a los objetivos del Pacto Verde Europeo.

La propuesta puede dar lugar a una repercusión social positiva indirecta, siempre que la opción preferida logre el objetivo de facilitar el acceso de las sociedades a los mercados públicos, de modo que ahora puedan beneficiarse de un conjunto más diversificado y amplio de fuentes de financiación, que les permita participar en la innovación social y emplear a más personas. Dado que la iniciativa se dirige en particular a las pymes (con algunas medidas directamente dirigidas a estas), es probable que el impacto (indirecto) sobre el empleo sea especialmente pertinente. En la actualidad, las pymes de la UE dan empleo a unos cien millones de personas, que representan más de la mitad del PIB de la UE y desempeñan un papel clave a la hora de aportar valor añadido en todos los sectores de la economía³⁶. Es importante señalar que constituyen el 99,8 % de las sociedades de la UE³⁷. Gracias a un acceso más adaptado y amplio a la financiación, estas sociedades podrán crecer a un ritmo más rápido y contribuir de manera positiva al empleo en toda la UE. De este modo, se espera que las medidas, como parte de un paquete más amplio para facilitar el acceso de las pymes a la financiación del mercado de capitales, tengan un efecto positivo en el mercado laboral de la UE y aumenten la cohesión económica.

Es probable que la presente propuesta tenga un efecto positivo indirecto en la digitalización, al proporcionar fuentes de financiación más amplias y diversificadas para proyectos y sociedades que requieren mucho capital, en particular los que se centran en la digitalización y la innovación.

La evaluación de impacto concluye que el «paquete» de medidas propuesto contribuirá al objetivo general de la UMC de facilitar el acceso de las sociedades a los mercados de capitales. Este paquete de medidas respaldará a las sociedades cotizadas en centros de

³⁶ Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones «Una estrategia para las pymes en pro de una Europa sostenible y digital» [COM(2020) 103 final, p. 1].

³⁷ Eurostat, 2018 Key Figures (Cifras clave de 2018; en inglés) (europa.eu).

negociación de la UE, al reducir su carga administrativa y hacer posible un aumento de la liquidez. Sin embargo, la evaluación de impacto también subraya que las medidas reglamentarias incluidas en esta iniciativa no supondrán necesariamente, por sí solas, un aumento del número de cotizaciones públicas en la UE, ya que depende de muchos factores diferentes.

- **Adecuación regulatoria y simplificación**

No se han detectado repercusiones en los costes administrativos relacionados con el principio de «una más, una menos», aunque se espera que esta iniciativa genere algunos costes de ajuste. Pueden surgir costes mínimos directos de ajuste para las sociedades a fin de garantizar que la cotización esté estructurada de conformidad con las nuevas normas y, más concretamente, con las salvaguardias de protección de los inversores.

- **Derechos fundamentales**

La presente propuesta respeta los derechos fundamentales y las libertades establecidos en la Carta de los Derechos Fundamentales de la Unión Europea. La libre circulación de personas, la libre prestación de servicios y la libertad de establecimiento que constituyen derechos y libertades fundamentales protegidos por el Tratado de la Unión Europea y el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea son pertinentes para esta iniciativa.

La propuesta afecta al derecho a la intimidad y a la protección de datos personales de determinados accionistas y personas que ejercen derechos de voto en la sociedad, así como de los titulares de valores con derechos especiales de control. La disposición que exige la revelación de la identidad de dichos accionistas y personas tiene por objeto reforzar la confianza de los inversores y facilitar la toma de decisiones de inversión fundadas, mejorando así tanto la protección de los inversores como la eficiencia del mercado. Dado que el inversor puede ser cualquier persona de la sociedad, esta información debe estar a disposición del público. La disposición no va más allá de lo necesario para proteger los intereses de los inversores a la hora de tomar decisiones con conocimiento de causa y garantizar la confianza de los inversores. Además, la propuesta exige la revelación de datos personales únicamente en relación con aquellos accionistas y personas que tengan una facultad decisoria significativa o puedan ejercer de otro modo derechos de control en la sociedad. En caso de que no se revele dicha información, los inversores no podrían tomar decisiones de inversión con pleno conocimiento de causa.

4. REPERCUSIONES PRESUPUESTARIAS

Se prevé que la presente iniciativa no incidirá significativamente en el presupuesto de la UE.

5. OTROS ELEMENTOS

- **Planes de ejecución y modalidades de seguimiento, evaluación e información**

Está prevista una evaluación cinco años después de la aplicación de la medida y de conformidad con las directrices de la Comisión para la mejora de la legislación. El objetivo de la evaluación será evaluar, entre otras cosas, la eficacia y la eficiencia de la Directiva de cara al logro de los objetivos estratégicos y decidir si son necesarias nuevas medidas o modificaciones. Los Estados miembros han de facilitar a la Comisión la información necesaria para la elaboración de la evaluación.

- **Explicación detallada de las disposiciones específicas de la propuesta**

El artículo 1 establece el objeto. En particular, dicho artículo estipula que la presente Directiva solo se refiere a la adopción de estructuras de acciones con derechos de voto

múltiple por parte de las sociedades que deseen cotizar por primera vez en un mercado de pymes en expansión en uno o varios Estados miembros.

El artículo 2 establece las definiciones utilizadas en la presente Directiva, entre ellas «sociedad», «estructuras de acciones con derechos de voto múltiple», «acciones con derechos de voto múltiple» y «mercado de pymes en expansión».

El artículo 3 aclara que la presente Directiva es una Directiva de armonización mínima y que los Estados miembros pueden adoptar o conservar disposiciones nacionales que permitan a las sociedades adoptar estructuras de acciones con derechos de voto múltiple en situaciones no contempladas por la presente Directiva.

El artículo 4 establece el principio de que los Estados miembros deben garantizar que las sociedades puedan adoptar estructuras de acciones con derechos de voto múltiple cuando soliciten por primera vez la admisión a cotización de sus acciones en un mercado de pymes en expansión. El artículo 4 también vela por que los Estados miembros concedan flexibilidad a las sociedades a la hora de adoptar estructuras de acciones con derechos de voto múltiple antes de solicitar la admisión a cotización de sus acciones. En esos casos, los Estados miembros tienen la posibilidad de establecer que los derechos de voto adicionales asociados a acciones con derechos de voto múltiple solo puedan utilizarse después de que se haya producido la admisión a cotización.

El artículo 5 dispone la obligación de los Estados miembros de garantizar un trato justo y equitativo a los accionistas y de proporcionar una protección adecuada de los intereses de la sociedad y de los accionistas que no posean acciones con derechos de voto múltiple mediante la introducción de salvaguardias adecuadas. Para ello, el artículo 5 establece un nivel mínimo de armonización en relación con las salvaguardias, y exige a los Estados miembros que incluyan determinadas salvaguardias enumeradas en el artículo. Dicho artículo también especifica salvaguardias adicionales que los Estados miembros pueden contemplar a tal efecto.

El artículo 6 presenta requisitos de información para las sociedades que han adoptado estructuras de acciones con derechos de voto múltiple que se aplican tanto en el momento de la admisión a cotización de las acciones de la sociedad como, más adelante, de forma recurrente sobre una base anual. Estos requisitos incluyen información relativa a la estructura del capital social de la sociedad, las características de las acciones con derechos de voto múltiple, así como la presencia de otros mecanismos de mejora del control en la sociedad.

El artículo 7 contiene una disposición sobre la revisión de la presente Directiva.

El artículo 8 contiene disposiciones sobre la transposición de la Directiva.

El artículo 9 incluye la fecha de entrada en vigor de la presente Directiva.

El artículo 10 establece los destinatarios de la presente Directiva.

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

(Texto pertinente a efectos del EEE)

EL PARLAMENTO EUROPEO Y EL CONSEJO DE LA UNIÓN EUROPEA,

Visto el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea y, en particular, su artículo 50, apartado 1 y apartado 2, letra g), y su artículo 114,

Vista la propuesta de la Comisión Europea,

Prevía transmisión del proyecto de acto legislativo a los Parlamentos nacionales,

Visto el dictamen del Comité Económico y Social Europeo³⁸,

De conformidad con el procedimiento legislativo ordinario,

Considerando lo siguiente:

- (1) Para mejorar el atractivo de los mercados de pymes en expansión y reducir las desigualdades para las sociedades que solicitan la admisión a cotización en el mercado único, es necesario abordar los obstáculos al acceso a dichos mercados derivados de las barreras reglamentarias. Las sociedades deben poder elegir las estructuras de gobierno que mejor se adapten a su fase de desarrollo, en particular permitiendo que los accionistas de control de dichas sociedades conserven el control de la empresa tras acceder a los mercados de pymes en expansión, al tiempo que disfrutan de los beneficios asociados a la cotización en dichos mercados, siempre que se sigan salvaguardando los derechos de los accionistas minoritarios.
- (2) El miedo a perder el control sobre una sociedad constituye uno de los principales factores disuasorios para los accionistas de control a la hora de acceder a los mercados de pymes en expansión. La admisión a cotización suele implicar la dilución de la propiedad para los accionistas de control, lo que reduce su influencia en la toma de decisiones importantes de inversión y funcionamiento de la sociedad. Conservar el control de la sociedad puede revestir especial importancia para las empresas emergentes y las sociedades con proyectos a largo plazo que requieran costes iniciales significativos, ya que pueden desear seguir su idea sin quedar demasiado expuestas a las fluctuaciones del mercado.
- (3) Las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple constituyen un mecanismo eficaz que permite a los accionistas de control mantener el poder de decisión en una sociedad al tiempo que obtienen financiación en los mercados públicos. Las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple son un tipo de mecanismo de mejora del control que comprende al menos dos categorías distintas de acciones con

³⁸ DO C [...], [...], p. [...]

un número diferente de derechos de voto. En estas estructuras, al menos una de las clases de acciones tiene un valor de voto inferior al de otra(s) clase(s) de acciones con derechos de voto. La acción con un valor de voto superior es una acción con derechos de voto múltiple.

- (4) Existen otros mecanismos de mejora del control que permiten apalancar el derecho de voto, aparte de las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple. Estos mecanismos pueden incluir las acciones sin derecho a voto, las acciones preferentes sin derecho a voto y las limitaciones de los derechos de voto. Sin embargo, estos mecanismos alternativos de mejora del control, al tener una configuración más rígida, pueden limitar la cantidad de capital que una sociedad puede obtener en el momento de la admisión a cotización en los mercados de pymes en expansión debido a la menor desvinculación entre los derechos económicos y de voto.
- (5) Las acciones de lealtad, al igual que las acciones con derechos de voto múltiple, confieren más derechos de voto a un accionista. Un accionista puede obtener derechos de voto adicionales asociados a las acciones de lealtad, manteniendo la acción durante el tiempo previsto y cumpliendo determinadas condiciones. Las acciones de lealtad son mecanismos de mejora del control diseñados para fomentar una propiedad más estable y orientada a largo plazo de los accionistas, en lugar de aumentar el atractivo de obtener fondos del público. Por consiguiente, no conviene incluir estas acciones de lealtad en la presente Directiva.
- (6) Existen diferencias sustanciales entre las disposiciones nacionales sobre las acciones con derechos de voto múltiple entre los Estados miembros. Algunos Estados miembros permiten las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple, mientras que otros las prohíben. En algunos Estados miembros, la prohibición de las acciones con derechos de voto múltiple se limita a las sociedades con libre transmisibilidad de los títulos de participación, mientras que en otros se aplica a todas las sociedades. Las diferencias entre los regímenes nacionales crean obstáculos a la libre circulación de capitales dentro del mercado interior. Además, la fragmentación de la reglamentación crea unas condiciones de competencia desiguales para las sociedades de los distintos Estados miembros. Las sociedades de un Estado miembro que prohíba las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple tienen que trasladarse a otro Estado miembro o incluso fuera de la Unión si solicitan la admisión a cotización con acciones con derechos de voto múltiple y, por lo tanto, se enfrentan a costes más elevados. En algunos casos, debido a estos costes más elevados, las sociedades pueden decidir no recaudar fondos en los mercados públicos, lo que puede limitar sus oportunidades de financiación. Estas consideraciones son especialmente pertinentes para las pymes y las empresas emergentes que carecen de recursos financieros para cubrir esos costes.
- (7) Los Estados miembros deben ofrecer a las sociedades la posibilidad de adoptar estructuras de acciones con derechos de voto múltiple que les permitan solicitar su admisión a cotización en un mercado de pymes en expansión sin que sus accionistas de control tengan que renunciar al control. Si bien la admisión a cotización en los mercados regulados es más adecuada para las sociedades más grandes y maduras, los mercados de pymes en expansión son, en general, más adecuados para las pymes. Los mercados de pymes en expansión se concibieron originalmente como centros de negociación específicos para pymes con un tratamiento normativo que tiene en cuenta las particularidades de las pymes. Sin embargo, no todas las sociedades con valores cotizados en los mercados de pymes en expansión son pymes. La Directiva

2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo³⁹ exige que las pymes constituyan al menos el 50 % de los emisores de instrumentos financieros admitidos a cotización en mercados de pymes en expansión. Las sociedades que no son pymes suelen tener más valores líquidos y, por lo tanto, su admisión en mercados de pymes en expansión permite que esos mercados generen gastos de negociación más elevados para mantener la rentabilidad de su modelo de negocio. No obstante, en aras de la claridad para los inversores, todos los emisores de los mercados de pymes en expansión, independientemente de su tamaño, están actualmente sujetos a las mismas normas. Por consiguiente, conviene que la introducción del derecho a adoptar estructuras de acciones con derechos de voto múltiple se aplique a todas las sociedades que soliciten por primera vez la admisión de sus acciones en un mercado de pymes en expansión.

- (8) Los Estados miembros deben poder introducir o mantener en vigor disposiciones nacionales que permitan a las sociedades adoptar estas estructuras para fines distintos de la primera admisión a cotización de acciones en un mercado de pymes en expansión. Entre estos fines se incluyen el de permitir a las sociedades adoptar acciones con derechos de voto múltiple cuando ya estén admitidas a cotización, al solicitar la admisión en un sistema multilateral de negociación que no esté registrado como mercado de pymes en expansión o en un mercado regulado, o el de garantizar que las sociedades sin libre transmisibilidad de los títulos de participación puedan adoptar acciones con derechos de voto múltiple, independientemente de si tienen intención de solicitar la admisión a cotización de sus acciones. También se incluyen los casos en que las sociedades se trasladan de un mercado de pymes en expansión a un mercado regulado conservando acciones con derechos de voto múltiple.
- (9) Las sociedades pueden adoptar estructuras de acciones con derechos de voto múltiple mediante una nueva emisión de acciones o mediante otro tipo de operación societaria, como la conversión de acciones ya emitidas. Las sociedades deben disponer de flexibilidad para elegir el tipo más adecuado de operación societaria para adoptar estructuras de acciones con derechos de voto múltiple de conformidad con la legislación nacional. Además, las sociedades también deben tener flexibilidad en cuanto a los plazos de adopción de estructuras de acciones con derechos de voto múltiple, siempre que lo hagan para solicitar por primera vez la admisión de acciones a cotización en un mercado de pymes en expansión. Los Estados miembros no deben impedir que las sociedades adopten estructuras de acciones con derechos de voto múltiple antes del momento de la admisión a negociación de las acciones. No obstante, debe permitirse a los Estados miembros establecer que el ejercicio de los derechos de voto adicionales, que representan derechos de voto adicionales asociados a las acciones con derechos de voto múltiple en comparación con los derechos de voto de acciones de otras clases, esté supeditado a la admisión a cotización de acciones en un mercado de pymes en expansión en uno o varios Estados miembros. En tal caso, y hasta la admisión a cotización, las acciones con derechos de voto múltiple deben tener los mismos derechos de voto que otras clases de acciones de la sociedad. Esto garantizaría que las acciones con derechos de voto múltiple promuevan específicamente una primera admisión a cotización en los mercados de pymes en expansión.
- (10) Debido a la disminución de los derechos de voto de los accionistas no mayoritarios de la sociedad en relación con sus inversiones, las estructuras de acciones con derechos

³⁹ Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE (DO L 173 de 12.6.2014, p. 349).

de voto múltiple pueden proporcionar a los accionistas de control de dicha sociedad un control perpetuo y, por tanto, dar lugar a su atrincheramiento. Esto puede aumentar el riesgo de que los accionistas de control extraigan beneficios privados del control. Para hacer frente a estos riesgos, la adopción de estructuras de acciones con derechos de voto múltiple debe estar sujeta a salvaguardias para proteger a los accionistas minoritarios.

- (11) Los Estados miembros que permiten acciones con derechos de voto múltiple prevén salvaguardias para proteger a los accionistas minoritarios y los intereses de la sociedad. Sin embargo, las salvaguardias existentes varían de un Estado miembro a otro debido a las particularidades nacionales y a las divergencias entre los sistemas de Derecho de sociedades. Teniendo en cuenta los objetivos del mercado interior establecidos, en particular, en el artículo 50, apartado 2, letra g), del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, los Estados miembros deben garantizar un enfoque coordinado en sus legislaciones nacionales sobre las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple con respecto a la protección de los intereses de los accionistas minoritarios y de la sociedad. Esto incluye la protección contra las decisiones que conlleven riesgos o consecuencias negativas para los derechos humanos, el cambio climático y el medio ambiente. Con arreglo a dicho enfoque coordinado, todos los Estados miembros deben velar por que toda decisión de adoptar una estructura de acciones con derechos de voto múltiple, o de modificar dicha estructura cuando ello repercuta en los derechos de voto, se adopte por mayoría cualificada en la junta general de accionistas. Asimismo, los Estados miembros deben limitar el peso de voto de las acciones con derechos de voto múltiple mediante la introducción de restricciones en el diseño de la estructura de dichas acciones o en el ejercicio de los derechos de voto vinculados a las acciones con derechos de voto múltiple para la adopción de determinadas decisiones. La restricción del ejercicio de los derechos de voto puede aplicarse exigiendo que la aprobación por mayoría cualificada requiera tanto una mayoría cualificada de los votos emitidos en la junta general de accionistas como del capital social representado en la junta general de accionistas.
- (12) Los Estados miembros deben tener la posibilidad de introducir salvaguardias adicionales, cuando sea necesario, para garantizar una protección adecuada de los intereses de los accionistas minoritarios y de la sociedad. Los Estados miembros deben evaluar la idoneidad de las salvaguardias adicionales a la luz de su eficacia a la hora de proteger los intereses de los accionistas minoritarios y de la sociedad y, al mismo tiempo, velar por que dichas salvaguardias no sean contrarias a la finalidad de las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple, es decir, que los accionistas de control de una sociedad tengan la posibilidad de influir en decisiones importantes, en particular el nombramiento de directivos.
- (13) La revelación de información precisa, completa y oportuna sobre los emisores refuerza la confianza de los inversores y permite tomar decisiones de inversión fundadas. Esta toma de decisiones de inversión fundada mejora tanto la protección de los inversores como la eficiencia del mercado. Por consiguiente, los Estados miembros deben exigir a las sociedades con estructuras de acciones con derechos de voto múltiple que publiquen información detallada sobre su estructura de acciones y su sistema de gobierno corporativo en el momento de la admisión a cotización, así como periódicamente en el informe financiero anual. Dicha información debe mencionar si existen limitaciones a la tenencia de valores, en particular si las transferencias de valores requieren la aprobación de la sociedad o de otros titulares de valores. También

debe indicar cualquier restricción al derecho de voto, en particular las limitaciones de los derechos de voto de los titulares a un determinado porcentaje o número de votos, los plazos impuestos al ejercicio del derecho de voto o los regímenes en los que los derechos económicos vinculados a los valores estén separados de la titularidad del valor. Además, dichas sociedades deben revelar la identidad de los titulares de acciones con derechos de voto múltiple, así como de las personas físicas que pueden ejercer derechos de voto en su nombre y de las personas que ejercen derechos de control especiales para proporcionar a los inversores, como miembros del público en general, transparencia sobre la propiedad final y la influencia *de facto* en la sociedad. Esto permitiría a los inversores tomar decisiones con conocimiento de causa y, de este modo, se reforzaría su confianza en el buen funcionamiento de los mercados de capitales.

- (14) Dado que los objetivos de la presente Directiva, a saber, el aumento de las opciones de financiación para las empresas y la mejora del atractivo de los mercados de pymes en expansión, no pueden alcanzarse de manera suficiente y oportuna por los Estados miembros, sino que, debido a las dimensiones y a los efectos de las medidas, pueden lograrse de manera más eficaz y rápida a escala de la Unión, esta puede adoptar medidas, de acuerdo con el principio de subsidiariedad establecido en el artículo 5 del Tratado de la Unión Europea. De conformidad con el principio de proporcionalidad establecido en el mismo artículo, la presente Directiva no excede de lo necesario para alcanzar dichos objetivos.
- (15) Para tener en cuenta los cambios del mercado y la evolución en otros ámbitos del Derecho de la Unión o la experiencia de los Estados miembros en la aplicación de la presente Directiva, la Comisión debe revisarla cinco años después de la fecha de transposición.
- (16) De conformidad con la Declaración política conjunta, de 28 de septiembre de 2011, de los Estados miembros y de la Comisión sobre los documentos explicativos⁴⁰, en casos justificados, los Estados miembros se comprometen a adjuntar a la notificación de las medidas de transposición uno o varios documentos que expliquen la relación entre los componentes de una directiva y las partes correspondientes de los instrumentos nacionales de transposición. Por lo que respecta a la presente Directiva, el legislador considera que la transmisión de tales documentos está justificada.
- (17) El Supervisor Europeo de Protección de Datos, a quien se consultó de conformidad con el artículo 42, apartado 1, del Reglamento (UE) 2018/1725 del Parlamento Europeo y del Consejo⁴¹ y emitió un dictamen el [XX de XX de 2022/2023]⁴².

HAN ADOPTADO LA PRESENTE DIRECTIVA:

Artículo 1

Objeto

⁴⁰ DO C 369 de 17.12.2011, p. 14.

⁴¹ Reglamento (UE) 2018/1725 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de octubre de 2018, relativo a la protección de las personas físicas en lo que respecta al tratamiento de datos personales por las instituciones, órganos y organismos de la Unión, y a la libre circulación de esos datos, y por el que se derogan el Reglamento (CE) n.º 45/2001 y la Decisión n.º 1247/2002/CE (Texto pertinente a efectos del EEE) (DO L 295 de 21.11.2018, p. 39).

⁴² [OP: Nota a pie de página una vez esté disponible].

La presente Directiva establece normas comunes sobre 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 en uno o varios Estados miembros y que todavía no tienen acciones admitidas a cotización en ningún centro de negociación.

Artículo 2

Definiciones

A efectos de la presente Directiva, se entenderá por:

- a) «sociedad»: una persona jurídica constituida bajo alguna de las formas de sociedades enumeradas en el anexo I de la Directiva (UE) 2017/1132;
- b) «acciones con derechos de voto múltiple»: acciones pertenecientes a una clase distinta e independiente y que tienen más derechos de voto que otra clase de acciones con derechos de voto sobre asuntos que han de decidirse en la junta general de accionistas;
- c) «estructura de acciones con derechos de voto múltiple»: la estructura de acciones de una sociedad que contiene al menos una clase de acciones con derechos de voto múltiple;
- d) «centro de negociación»: un centro de negociación según la definición del artículo 4, apartado 1, punto 24, de la Directiva 2014/65/UE;
- e) «mercado de pymes en expansión»: mercado de pymes en expansión tal como se define en el artículo 4, apartado 1, punto 12, de la Directiva 2014/65/UE;
- f) «ratio de voto ponderado»: la relación entre los votos asociados a las acciones con derechos de voto múltiple y los correspondientes a las acciones con menos derechos de voto.

Artículo 3

Introducción o mantenimiento de disposiciones nacionales sobre las acciones con derechos de voto múltiple

Los Estados miembros podrán introducir o mantener en vigor disposiciones nacionales que permitan a las sociedades adoptar estructuras de acciones con derechos de voto múltiple en situaciones no cubiertas por la presente Directiva.

Artículo 4

Adopción de estructuras de acciones con derechos de voto múltiple

1. Los Estados miembros velarán por que las sociedades que no tengan acciones admitidas a cotización en un centro de negociación tengan derecho a adoptar estructuras de acciones con derechos de voto múltiple para la admisión a cotización de acciones en un mercado de pymes en expansión en uno o varios Estados miembros. Los Estados miembros no impedirán la admisión a cotización de acciones de una sociedad en un mercado de pymes en expansión por haber adoptado una estructura de acciones con derechos de voto múltiple.
2. El derecho a que se refiere el apartado 1 incluye el derecho a adoptar estructuras de acciones con derechos de voto múltiple antes de solicitar la admisión a cotización de acciones en un mercado de pymes en expansión.

3. Los Estados miembros podrán supeditar el ejercicio de los derechos de voto adicionales asociados a las acciones con derechos de voto múltiple a la admisión a cotización de acciones en un mercado de pymes en expansión en uno o varios Estados miembros.

Artículo 5

Salvaguardias para lograr el trato justo y no discriminatorio de los accionistas de una sociedad

1. Los Estados miembros garantizarán un trato justo y no discriminatorio de los accionistas, así como una protección adecuada de los intereses de los accionistas que no posean acciones con derechos de voto múltiple y de la sociedad mediante salvaguardias adecuadas. A tal efecto, los Estados miembros realizarán todos los cometidos siguientes:
 - a) garantizar que la decisión de una sociedad de adoptar una estructura de acciones con derechos de voto múltiple y cualquier decisión posterior de modificar una estructura de acciones con derechos de voto múltiple que afecte a los derechos de voto sean tomadas por la junta general de accionistas de dicha sociedad y aprobadas por mayoría cualificada, tal como se especifique en la legislación nacional.

A efectos de la presente letra, cuando existan varias clases de acciones, estas decisiones también estarán sujetas a una votación independiente para cada clase de accionista cuyos derechos se vean afectados;

 - b) limitar el peso del voto de las acciones con derechos de voto múltiple en el ejercicio de los derechos de los demás accionistas, en particular en las juntas generales, mediante la introducción de una de las siguientes medidas:
 - i) una ratio máxima de voto ponderado y un requisito sobre el porcentaje máximo del capital social en circulación que puede representar el importe total de las acciones con derechos de voto múltiple;
 - ii) una restricción del ejercicio de los derechos de voto adicionales asociados a las acciones con derechos de voto múltiple para votar sobre cuestiones que se decidan en la junta general de accionistas y que requieran la aprobación por mayoría cualificada.
2. Los Estados miembros podrán prever salvaguardias adicionales para garantizar la protección adecuada de los accionistas y de los intereses de la sociedad. Dichas salvaguardias podrán incluir, en particular, lo siguiente:
 - a) una disposición para evitar que los derechos de voto adicionales asociados a las acciones con derechos de voto múltiple se transfieran a terceros o sigan existiendo tras el fallecimiento, la incapacidad o la jubilación del titular original de dichas acciones (cláusula de extinción basada en la transferencia);
 - b) una disposición para evitar que los derechos de voto adicionales asociados a las acciones con derechos de voto múltiple sigan existiendo después de un período de tiempo determinado (cláusula de extinción basada en el tiempo);
 - c) una disposición para evitar que los derechos de voto adicionales asociados a las acciones con derechos de voto múltiple sigan existiendo tras un acontecimiento específico (cláusula de extinción basada en acontecimientos);

- d) un requisito para garantizar que los derechos de voto adicionales no puedan utilizarse para bloquear la toma de decisiones por parte de la junta general de accionistas destinada a prevenir, reducir o eliminar los efectos adversos sobre los derechos humanos y el medio ambiente relacionados con las actividades de la sociedad.

Artículo 6

Transparencia

1. Los Estados miembros velarán por que las sociedades con estructuras de acciones con derechos de voto múltiple cuyas acciones se negocien o vayan a negociarse en un mercado de pymes en expansión pongan a disposición del público, en el [documento de emisión de la UE en materia de crecimiento a que se refiere el artículo 15] del Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo⁴³ o en el documento de admisión a que se refiere el artículo 33, apartado 3, letra c), de la Directiva 2014/65/UE, y en el informe financiero anual de la sociedad a que se refiere el artículo 78, apartado 2, letra g), del Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión⁴⁴, información detallada sobre todo lo siguiente:
 - a) la estructura del capital, incluidos los valores que no se negocien en un mercado de pymes en expansión en un Estado miembro, con indicación de las distintas clases de acciones y, para cada clase de acciones, los derechos y las obligaciones asociados y el porcentaje del capital social total y de los derechos de votos totales que represente dicha clase;
 - b) cualquier restricción a la transferencia de valores, en particular los acuerdos entre accionistas conocidos por la sociedad que puedan dar lugar a restricciones a la transferencia de valores;
 - c) la identidad de los titulares de cualquier valor que incluya derechos de control especiales, con descripción de tales derechos;
 - d) cualquier restricción de los derechos de voto, en particular los acuerdos entre accionistas conocidos por la sociedad que puedan dar lugar a restricciones de los derechos de voto;
 - e) la identidad de los accionistas titulares de acciones con derechos de voto múltiple y de la persona física o jurídica con derecho a ejercer derechos de voto en nombre de dichos accionistas, cuando proceda.
2. Cuando los titulares de acciones con derechos de voto múltiple o las personas con derecho a ejercer derechos de voto en su nombre o los titulares de valores con derechos especiales de control sean personas físicas, la revelación de su identidad solo requerirá sus nombres.

⁴³ Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado y por el que se deroga la Directiva 2003/71/CE (DO L 168 de 30.6.2017, p. 12).

⁴⁴ Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión, de 25 de abril de 2016, por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión y términos definidos a efectos de dicha Directiva (DO L 87 de 31.3.2017, p. 1).

Artículo 7

Revisión

A más tardar [cinco años después de la entrada en vigor], la Comisión presentará un informe al Parlamento Europeo y al Consejo sobre la aplicación y los efectos de la presente Directiva. A tal efecto, a más tardar [cuatro años después de la entrada en vigor], los Estados miembros facilitarán a la Comisión información, en particular, sobre lo siguiente:

- a) el número de sociedades admitidas a cotización con acciones con derechos de voto múltiple;
- b) el sector en el que operan las sociedades a que se refiere la letra a) y la respectiva capitalización en el momento de la emisión;
- c) la salvaguardia de protección de los inversores aplicada por las sociedades a que se refiere la letra a) con respecto a las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple.

Artículo 8

Transposición

1. Los Estados miembros pondrán en vigor, a más tardar dos años después de la fecha de entrada en vigor de la presente Directiva, las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas necesarias para dar cumplimiento a lo establecido en la presente Directiva. Informarán de ello inmediatamente a la Comisión. Cuando los Estados miembros adopten dichas medidas, estas incluirán una referencia a la presente Directiva o irán acompañadas de dicha referencia en su publicación oficial. Los Estados miembros establecerán las modalidades de la mencionada referencia.
2. Los Estados miembros comunicarán a la Comisión el texto de las principales disposiciones de Derecho interno que adopten en el ámbito regulado por la presente Directiva.

Artículo 9

Entrada en vigor

La presente Directiva entrará en vigor a los veinte días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*.

Artículo 10

Destinatarios

Los destinatarios de la presente Directiva son los Estados miembros.

Hecho en Bruselas, el

Por el Parlamento Europeo
La Presidenta
[...]

Por el Consejo
El Presidente
[...]