

Bruselas, 8 de diciembre de 2022
(OR. en)

15834/22

**Expediente interinstitucional:
2022/0405 (COD)**

EF 369
ECOFIN 1299
CODEC 1970

NOTA DE TRANSMISIÓN

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) 760 final
Asunto:	Propuesta de DIRECTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO por la que se modifica la Directiva 2014/65/UE para hacer que los mercados de capitales públicos de la Unión resulten más atractivos para las sociedades y para facilitar el acceso al capital a las pequeñas y medianas empresas y se deroga la Directiva 2001/34/CE

Adjunto se remite a las Delegaciones el documento – COM(2022) 760 final.

Adj.: COM(2022) 760 final



COMISIÓN
EUROPEA

Bruselas, 7.12.2022
COM(2022) 760 final

2022/0405 (COD)

Propuesta de

DIRECTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO

por la que se modifica la Directiva 2014/65/UE para hacer que los mercados de capitales públicos de la Unión resulten más atractivos para las sociedades y para facilitar el acceso al capital a las pequeñas y medianas empresas y se deroga la Directiva 2001/34/CE

(Texto pertinente a efectos del EEE)

{SEC(2022) 760 final} - {SWD(2022) 762 final} - {SWD(2022) 763 final}

EXPOSICIÓN DE MOTIVOS

1. CONTEXTO DE LA PROPUESTA

• Razones y objetivos de la propuesta

Contexto político

La presente propuesta forma parte del paquete de la Ley de cotización, un conjunto de medidas para hacer que los mercados 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 principal 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, incluidas las cotizadas recientemente, 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 empleo¹. 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 y barato 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 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo (MiFID II)² introdujo una nueva categoría de sistemas multilaterales de negociación (SMN), los mercados de pymes en expansión³, para incentivar el acceso de las pymes a los mercados de capitales. En 2019, el Reglamento (UE) 2019/2115 del Parlamento Europeo y del Consejo⁴ (Ley de cotización de las pymes) presentó nuevas normas de la UE para reducir la

¹ *Empowering EU capital markets for SMEs - Making listing cool again* [«Empoderar los mercados de capitales de la UE para las pymes: recuperar el atractivo de la cotización», documento en inglés] informe final del Grupo de Expertos Técnicos Interesados sobre Pymes, mayo de 2021. Oxera Consulting LPP, *Primary and secondary equity markets in EU* [«Mercados primarios y secundarios de capital de la UE», documento en inglés], informe final, noviembre de 2020, [Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf](#).

² 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).

³ 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 sociedades con una capitalización bursátil media inferior a 200 millones EUR. 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 acceden por primera vez a los mercados públicos de renta variable y de renta fija.

⁴ 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).

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 mercado. No obstante, a pesar de estos avances, las partes interesadas sostienen 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 sociedades pequeñas e innovadoras a la financiación». A raíz de ello y sobre la base de la Ley de cotización de las pymes de 2019, la Comisión creó un Grupo de Expertos Técnicos Interesados sobre Pymes, que confirmó la opinión 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 final⁵ de mayo de 2021, dicho Grupo de Expertos formuló doce recomendaciones para modificar el marco de cotización tanto en los mercados regulados como en los mercados de pymes en expansión.

El 15 de septiembre de 2021, la presidenta Von der Leyen anunció en su declaración de intenciones⁶ 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 2022⁷.

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 la legislación. Por ejemplo, los factores que afectan al gasto derivado de los servicios de cotización y, más en general, la inestabilidad geopolítica, el Brexit, la COVID-19 y la inflación, han tenido (y puede que sigan teniendo) un impacto en la decisión de cotización, en el momento 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 tienen por objetivo: 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 que el Derecho de sociedades confiere a los fundadores o a los accionistas de control de las sociedades 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 admisión a cotización comprende múltiples aspectos. Las sociedades deben cumplir los requisitos reglamentarios antes, durante y después de la oferta pública inicial (OPI). La propuesta de Directiva va acompañada de otras dos propuestas legislativas, todas ellas incluidas en el paquete de la Ley de cotización: i) una propuesta de Reglamento por el que se modifican el Reglamento sobre el folleto y el

⁵ [Informe final del Grupo de Expertos Técnicos Interesados sobre las pymes *Empowering EU capital markets - Making listing cool again*](#) [«Empoderar los mercados de capitales de la UE para las pymes: recuperar el atractivo de la cotización», documento en inglés] (europa.eu).

⁶ Véase la p. 4: [state_of_the_union_2021_letter_of_intent_en.pdf](#) (europa.eu).

⁷ 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).

Reglamento sobre abuso de mercado, cuyo objetivo es racionalizar y aclarar los requisitos de cotización aplicables en los mercados primarios y secundarios, manteniendo al mismo tiempo un nivel adecuado de protección de los inversores y la integridad del mercado; y ii) una propuesta de Directiva sobre las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple, que tiene por objeto abordar los obstáculos reglamentarios que surgen en la fase previa a la OPI y, en particular, la desigualdad de oportunidades a la que se enfrentan las sociedades de toda la UE a la hora de elegir las estructuras de gobernanza adecuadas cuando cotizan.

Motivación de la propuesta

Las sociedades cotizadas, sobre todo las pymes, deben darse a conocer a los posibles inversores: el bajo nivel actual de investigación de inversiones sobre estos emisores, impulsado por muchos factores subyacentes, da lugar a su escasa visibilidad y al poco interés de los inversores, lo que limita aún más la liquidez de las sociedades que ya cotizan en bolsa.

Con arreglo a la MiFID II y la Directiva Delegada (UE) 2017/593 de la Comisión⁸, cuando la investigación sobre inversión la faciliten terceros a las empresas de inversión en relación con los servicios de ejecución o corretaje, no se considerará un incentivo si se recibe a cambio de lo siguiente: i) un pago directo por parte de la empresa de inversión con cargo a sus recursos propios; o ii) un pago derivado de una cuenta de pago de investigación independiente controlada por la empresa y sujeta a varias condiciones (denominadas «normas sobre separación»). Tras unos años de aplicación, se podrá debatir el éxito de las normas sobre separación.

Las normas sobre separación parecen haber cumplido algunos de los objetivos, entre ellos la mejora de la gestión de los conflictos de intereses, la limitación de la excesiva producción de investigación sobre acciones muy líquidas y el aumento de la transparencia de los costes asociados a la facilitación de investigación. Sin embargo, estas normas no han contribuido al crecimiento de los proveedores independientes de investigación de inversiones. Por el contrario, tras la introducción de las normas sobre separación, la investigación independiente se hizo insostenible debido a los bajos precios que cobraban algunos grandes proveedores de investigación.

Además, los datos sugieren que las normas sobre separación podrían haber afectado a la disponibilidad general de investigación, especialmente para las sociedades de pequeña y mediana capitalización, y haber dado lugar a una reducción de las infraestructuras destinadas a la investigación de mercado, lo que resulta perjudicial para un mercado de analistas competitivo y diversificado. Los corredores de la UE, que en el pasado habían proporcionado investigación a las pymes como parte de sus servicios de inversión «agrupados», redujeron las capacidades de las pymes tras su decisión de no trasladar los costes de la investigación a sus clientes. El segmento de las sociedades cotizadas de pequeña y mediana capitalización se vio especialmente afectado porque los pagos agrupados permitieron que los pagos por la investigación sobre grandes sociedades se utilizaran para la investigación sobre pequeñas y medianas empresas. En general, varias encuestas muestran que la cobertura de las pymes se ha reducido significativamente o incluso ha desaparecido por completo en los años posteriores a la entrada en vigor de las normas sobre separación. La consecuencia fue una mayor concentración en el mercado de la investigación «separada» y una reducción de la diversidad y la amplitud de la investigación ofrecida.

⁸ Directiva Delegada (UE) 2017/593 de la Comisión, de 7 de abril de 2016, por la que se complementa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que respecta a la salvaguarda de los instrumentos financieros y los fondos pertenecientes a los clientes, las obligaciones en materia de gobernanza de productos y las normas aplicables a la entrega o percepción de honorarios, comisiones u otros beneficios monetarios o no monetarios (DO L 87 de 31.3.2017, p. 500).

Si bien las normas sobre separación se concibieron para romper el nexo entre las comisiones de corretaje y la investigación sobre inversiones, así como para crear un «precio» para la investigación sobre inversiones, la separación no ha permitido en la práctica establecer un precio de forma independiente para la investigación y tampoco ha abierto este mercado a proveedores independientes (que no sean firmas de correduría). Y, más importante aún, las normas sobre separación no han contrarrestado la tendencia negativa de la cobertura de la investigación sobre las sociedades de pequeña y mediana capitalización y no han dado lugar a la aparición de proveedores de investigación independientes centrados en las pymes.

En 2021, las normas sobre separación se modificaron por primera vez, como parte de una iniciativa más general en el marco del paquete de recuperación de los mercados de capitales⁹ para contribuir a la recuperación de la crisis de la COVID-19, que obligó a las sociedades a depender más de la deuda, lo que debilitó sus estructuras de financiación. En circunstancias en las que las sociedades necesitaban una recapitalización urgente, se consideró fundamental la necesidad de aumentar la visibilidad de las sociedades de la UE, en particular de las sociedades de pequeña y mediana capitalización, y el coste implícito de no disponer de una cobertura de investigación aún mayor. En este contexto, el paquete de recuperación de los mercados de capitales, en vigor desde el 28 de febrero de 2022, pretendía mejorar la cobertura de la investigación sobre las sociedades de pequeña y mediana capitalización¹⁰ estableciendo una exención de las normas sobre separación para la investigación de inversiones de emisores cuya capitalización bursátil no superara los 1 000 millones EUR durante el período de treinta y seis meses anterior a la facilitación de la investigación, permitiendo así en tales casos un pago conjunto por la ejecución de operaciones y la investigación. No obstante, aunque esta medida tuvo una amplia aceptación, no abordó suficientemente el problema. Dado que muchas sociedades de inversión e intermediarios ofrecen servicios a sociedades de distinto tamaño (y capitalización), incluidas las que superan la capitalización de 1 000 millones EUR establecida en el paquete de recuperación de los mercados de capitales, estas sociedades de inversión e intermediarios decidieron no introducir dos sistemas paralelos de facturación de la investigación y mantener el enfoque de separación para todos los clientes. Por lo tanto, la modificación llevada a cabo mediante el paquete de recuperación de los mercados de capitales no alcanzó plenamente su objetivo de apoyar la investigación sobre sociedades de pequeña y mediana capitalización, por lo que sería necesaria una nueva revisión legislativa en este contexto.

Además de las modificaciones del régimen de separación de la investigación, la propuesta introduce un número limitado de modificaciones en el marco legislativo que rige el mercado

⁹ Directiva (UE) 2021/338 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de febrero de 2021, por la que se modifica la Directiva 2014/65/UE en lo relativo a los requisitos de información, la gobernanza de productos y la limitación de posiciones, y las Directivas 2013/36/UE y (UE) 2019/878 en lo relativo a su aplicación a las empresas de servicios de inversión con el fin de contribuir a la recuperación de la crisis de la COVID-19

¹⁰ El considerando 8 del paquete de recuperación de los mercados de capitales [Directiva (UE) 2021/338 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de febrero de 2021, por la que se modifica la Directiva 2014/65/UE en lo relativo a los requisitos de información, la gobernanza de productos y la limitación de posiciones, y las Directivas 2013/36/UE y (UE) 2019/878 en lo relativo a su aplicación a las empresas de servicios de inversión con el fin de contribuir a la recuperación de la crisis de la COVID-19] expone lo siguiente: «Inmediatamente después de la pandemia de COVID-19, los emisores y, en particular, las sociedades de pequeña y mediana capitalización, deben contar con el apoyo de unos mercados de capitales sólidos. La investigación sobre los emisores de pequeña y mediana capitalización es esencial para ayudar a los emisores a ponerse en contacto con los inversores. Esa investigación aumenta la visibilidad de los emisores y, por lo tanto, garantiza un nivel suficiente de inversión y liquidez. Se debe permitir a las empresas de servicios de inversión que paguen conjuntamente por la prestación de servicios de investigación y de ejecución, siempre que se cumplan determinadas condiciones».

de pymes en expansión, una categoría de SMN, creada en virtud de la MiFID II para aumentar la visibilidad y el perfil de las pymes, así como para contribuir al desarrollo de normas reguladoras comunes en la UE para los mercados especializados en pymes¹¹.

Por último, la propuesta también pretende derogar la Directiva de cotización. La Directiva de cotización, una directiva de armonización mínima adoptada en 2001, sentó las bases para la cotización en los mercados de la UE antes de la adopción de la Directiva sobre el folleto¹² y la Directiva sobre la transparencia¹³, que posteriormente han sustituido a la mayoría de las disposiciones que armonizan las condiciones de suministro de información sobre las solicitudes de admisión a cotización de valores y la información sobre valores admitidos a negociación. La MiFID introdujo la noción de «admisión de instrumentos financieros a negociación en mercados regulados». El análisis del Comité Permanente de Mercados de Valores de la AEVM sobre la aplicación de la Directiva de cotización constató que muchos Estados miembros ya no están aplicando en la legislación nacional los conceptos utilizados en la Directiva de cotización¹⁴. Además, los Estados miembros que siguen aplicando tales conceptos en su Derecho nacional disponen de un margen bastante amplio para apartarse de las normas establecidas en la Directiva de cotización para tener en cuenta las condiciones específicas del mercado local. En la actualidad, los dos conceptos de «admisión a cotización oficial» y «admisión a negociación en un mercado regulado» se utilizan a menudo indistintamente en algunos Estados miembros. El doble régimen de admisión a negociación, por una parte, y de admisión a cotización oficial, por otra, podría generar inseguridad jurídica a escala de la Unión, en particular debido a que los requisitos de transparencia y abuso de mercado, que pretenden proteger a los inversores y garantizar la integridad del mercado, no se aplican actualmente a los instrumentos admitidos a cotización oficial, mientras que estos requisitos se aplican a los instrumentos admitidos a negociación en un mercado regulado.

Objetivos de la propuesta

El objetivo general de la presente propuesta es introducir ajustes específicos en el código normativo de la UE con el fin de aumentar la visibilidad de las sociedades cotizadas, sobre todo las pymes, y racionalizar el proceso de cotización con vistas a mejorar la claridad jurídica.

Las modificaciones específicas propuestas a la MiFID II tienen por objeto facilitar el desarrollo y la prestación de investigación en materia de inversiones sobre las sociedades, especialmente para las sociedades de pequeña y mediana capitalización, y seguir incentivando el atractivo del régimen del mercado de pymes en expansión, a fin de facilitar, en última instancia, el acceso de las sociedades de pequeña y mediana capitalización a los mercados de capitales. Esta propuesta aumenta el umbral de capitalización bursátil para las sociedades de

¹¹ En abril de 2021, la AEVM publicó su informe final sobre el funcionamiento del régimen aplicable a los mercados de pymes en expansión, en el que se llegaba a la conclusión de que, en el momento de la publicación del informe, este nuevo régimen había tenido un éxito relativo con diecisiete SMN registrados como mercados de pymes en expansión. Informe disponible en el siguiente enlace (documento en inglés): [final_report_on_sme_gms_-_mifid_ii.pdf](#) (europa.eu).

¹² Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE (DO L 345 de 31.12.2003, p. 64).

¹³ Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado (DO L 390 de 31.12.2004, p. 38).

¹⁴ Solo siete autoridades nacionales competentes observaron que la Directiva de cotización sigue en vigor o parcialmente en vigor en su jurisdicción. En el anexo 7 de la evaluación de impacto que acompaña a la presente propuesta figura un análisis más detallado.

pequeña y mediana capitalización, por debajo del cual sería posible reagrupar las tasas de ejecución de las operaciones y las tasas de investigación. Al incrementar el umbral actual de 1 000 millones EUR hasta los 10 000 millones EUR, el objetivo es abarcar una gama más amplia de sociedades de pequeña y mediana capitalización, y sobre todo de más sociedades medianas, que se beneficiarían de un régimen de reagrupación, lo que permitiría, en particular, que los pagos para la investigación sobre grandes sociedades puedan utilizarse también para la investigación sobre pequeñas sociedades. La exención del régimen de separación eliminará los obstáculos al aumento de la investigación sobre las sociedades de pequeña y mediana capitalización y se espera que a escala mundial revitalice el mercado de la investigación de inversiones. Cuanta más investigación sobre sociedades de pequeña y mediana capitalización esté a disposición de los inversores potenciales, mayor será la posibilidad de que estas sociedades encuentren financiación. El incremento de la investigación de inversión sobre estas sociedades les aportará una mayor visibilidad y más posibilidades de atraer inversores potenciales. Teniendo en cuenta el elevado número de sociedades de pequeña y mediana capitalización en la UE, es fundamental para la economía de la UE que estas sociedades accedan a fuentes diversificadas de financiación, también a través de los mercados de capitales.

Además, la presente propuesta tiene por objeto proporcionar un marco para el desarrollo de un tipo particular de investigación que corre a cargo del emisor («investigación patrocinada por el emisor»). Una consulta pública, intercambios con las partes interesadas y diferentes análisis¹⁵ pusieron de manifiesto que este tipo de investigación se ha desarrollado, en particular, tras la introducción de la MiFID II, para compensar la falta de cobertura de la investigación sobre las sociedades de pequeña y mediana capitalización. Teniendo en cuenta los conflictos de intereses inherentes a dicha investigación, parece necesario regular su elaboración para garantizar una información justa y precisa a sus consumidores. Para promover una investigación más transparente e independiente, la presente propuesta exige que dicha investigación se realice con arreglo a un código de conducta elaborado o aprobado por un organismo rector del mercado o una autoridad competente de la UE.

Con el fin de facilitar el acceso del público a la investigación de inversión patrocinada por los emisores y promover la visibilidad de las sociedades de pequeña y mediana capitalización ante los inversores potenciales, la propuesta menciona que los Estados miembros velarán por que los emisores puedan presentar sus investigaciones patrocinadas por ellos mismos al organismo de recopilación, tal como se define en el [artículo 2, apartado 2, de la propuesta de Reglamento sobre un punto de acceso único europeo¹⁶].

Una vez establecido, el Punto de Acceso Único Europeo (PAUE), propuesto por la Comisión el 25 de noviembre de 2021¹⁷ y actualmente en fase de negociaciones interinstitucionales con los colegisladores de la UE, proporcionará un punto de acceso único a la información financiera pública sobre las sociedades de la UE, en particular las pymes, y los productos de inversión de la UE. El PAUE está diseñado para dar a las sociedades de la UE, sobre todo a las pymes, una mayor visibilidad ante los inversores y podría utilizarse para recopilar y

¹⁵ Informe titulado *Reviving research in the wake of Directive 2014/65/EU: Observations, issues and recommendations* [«Estimular la investigación a raíz de la Directiva 2014/65/UE: observaciones, problemas y recomendaciones», documento en inglés] disponible en: [20200124-rapport-mission-recherche-projet-va-pm.pdf \(amf-france.org\)](#).

¹⁶ 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. 2021/0378 (COD).

¹⁷ 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. 2021/0378 (COD).

difundir la investigación patrocinada por los emisores. De cara al futuro, el PAUE puede utilizarse para publicar las notificaciones de los emisores relacionadas con la investigación patrocinada por los emisores y el contenido de dicha investigación.

Además, las modificaciones específicas a la MiFID II tienen por objeto aclarar que un operador de un sistema multilateral de negociación (SMN) puede solicitar que un segmento del SMN se registre como mercado de pymes en expansión, siempre que dicho segmento cumpla determinados requisitos.

Además, la presente propuesta aspira a aumentar la armonización y la coherencia de las normas de cotización en la UE, con el fin de adaptar el marco regulador a su propósito. En particular, la presente propuesta armoniza y consolida las normas de cotización derogando la Directiva de cotización y transfiriendo sus disposiciones pertinentes a la MiFID II, con el fin de reducir la inseguridad jurídica y el riesgo de arbitraje regulador en la UE.

Estas disposiciones atañen: i) al requisito de capital flotante mínimo, que determina la parte del capital social emitido por una sociedad que está en manos de inversores públicos, en contraposición a los ejecutivos, directores o accionistas que poseen una participación de control; y ii) a la capitalización bursátil previsible de las acciones que sean objeto de la solicitud de admisión a cotización o, si no pudiera ser evaluada, el capital y las reservas de la sociedad, incluidos los resultados, del último ejercicio. La propuesta también reduce el requisito de capital flotante mínimo del 25 % al 10 % para permitir una mayor flexibilidad a los emisores que deseen mantener una gran participación en la sociedad. Además, el nuevo umbral de capital flotante mínimo del 10 % no se limitará a los ciudadanos de la UE o el EEE. Esta restricción geográfica del requisito de capital flotante a la UE y el EEE no se mantendrá, ya que la MiFID II no prevé tal restricción para los instrumentos financieros admitidos a negociación.

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

Las modificaciones de la MiFID II y la derogación de la Directiva de cotización están en consonancia con los objetivos generales de la MiFID II de aumentar la transparencia y reforzar la protección de los inversores. Además, la presente propuesta desarrolla y amplía las modificaciones introducidas por el paquete de recuperación de los mercados de capitales en el régimen de investigación de inversiones.

Las modificaciones específicas de la MiFID II se ajustan plenamente a los objetivos del actual régimen de mercados de pymes en expansión en virtud de la MiFID II de «facilitar el acceso al capital a las pequeñas y medianas empresas (pymes), [...] [y de centrar la atención] en cómo la futura normativa habrá de fomentar y promover la utilización de dicho mercado para hacerlo atractivo a los inversores, y reducir las cargas administrativas y ofrecer nuevos incentivos para que las pymes accedan a los mercados de capitales a través de los mercados de pyme en expansión»¹⁸.

- **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

¹⁸ Considerando 132 de la MiFID II.

la Comisión en el marco del Plan de Acción para la UMC de 2015¹⁹, la revisión intermedia de 2017 del Plan de Acción para la UMC²⁰ y el Plan de Acción de 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 la Ley de cotización de pymes²¹ 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 Ley de cotización de las pymes 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 único en la UE (PAUE) 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 consolidada para lograr un panorama de negociación del mercado público y una determinación de precios más eficientes y iii) la introducción de una bonificación para la

¹⁹ 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.

²⁰ 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] — 8 de junio de 2017 https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/communication-cmu-mid-term-review-june2017_en.pdf.

²¹ 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].

reducción del sesgo en favor del endeudamiento²² 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 Innovación²³ publicada en 2022.

La propuesta también 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 negociación de valores de las pymes y otras obligaciones de cotización.

Por último, la presente propuesta ayudará sobre todo a que las pymes de la UE se beneficien de un régimen legislativo más claro y sencillo para acceder a los mercados de capitales. Esto también está en consonancia con el objetivo del paquete de ayuda a las pymes anunciado por la presidenta de la Comisión, Ursula von der Leyen, en el discurso sobre el estado de la Unión Europea de 19 de septiembre de 2022²⁴.

2. BASE JURÍDICA, SUBSIDIARIEDAD Y PROPORCIONALIDAD

• Base jurídica

La propuesta se basa en los artículos 50 y 53, apartado 1 y el artículo 114 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE)²⁵.

El artículo 50, apartado 1 y, en particular, apartado 2, letra g), del TFUE establece la competencia de la UE para actuar con el fin de alcanzar la libertad de establecimiento en relación con 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 [del TFUE], para proteger los intereses de socios y terceros». El artículo 50 del TFUE exige al Parlamento y al Consejo que actúen mediante directivas.

²² 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].

²³ 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].

²⁴ Comisión Europea — Declaración: *A “Relief Package” to give our SMEs a lifeline in troubled waters I* [«Paquete de ayuda” para dar una vía de salida a nuestras pymes en tiempos difíciles I», publicación en inglés] blog del comisario Thierry Breton; Bruselas, 19 de septiembre de 2022.

²⁵ DO C 326 de 26.10.2012, p. 47 (GA).

El artículo 114 del TFUE 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. El legislador de la Unión puede recurrir al artículo 114 del TFUE, en particular cuando las disparidades entre las normas nacionales obstruyan las libertades fundamentales o creen distorsiones de la competencia y, por tanto, tengan un efecto directo sobre el funcionamiento del mercado interior.

La base jurídica para las modificaciones a la MiFID II es el artículo 53, apartado 1, del TFUE. El artículo 53 del TFUE otorga a los colegisladores la competencia de adoptar directivas destinadas a facilitar a las personas el acceso a las actividades comerciales y su ejercicio en toda la UE.

- **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). Cabe evaluar lo siguiente sobre los objetivos de la propuesta: i) si los Estados miembros por sí solos no pueden conseguirlos; y ii) si podrían lograrse mejor a escala de la UE, habida cuenta de su dimensión y sus efectos. También hay que considerar si los objetivos se alcanzarían mejor mediante una actuación a escala de la UE (la denominada «prueba del valor añadido europeo»).

La medida propuesta tiene por objeto garantizar una mejor cobertura de la investigación en la UE, en particular para las sociedades de pequeña y mediana capitalización. Dado que la medida afecta a las normas sobre incentivos que se rigen por la MiFID II, las normas revisadas también se aplicarían a escala de la UE.

En cuanto al código de conducta para la investigación patrocinada por el emisor, teniendo en cuenta que dicha investigación puede distribuirse a nivel transfronterizo, la medida propuesta de la UE garantizaría que se aplicaran requisitos idénticos o similares a toda la investigación patrocinada por el emisor. Esto mejoraría, de manera armonizada, la calidad de la investigación patrocinada por el emisor en toda la UE y, en consecuencia, facilitaría el acceso a las oportunidades de financiación a través de los mercados públicos de la UE.

En cuanto a los requisitos de cotización establecidos en la Directiva de cotización, los diferentes enfoques adoptados por los Estados miembros y sus distintas interpretaciones de las normas dificultan la reducción de la fragmentación normativa en la UE. Dado que la MiFID II cubre actualmente las normas de admisión a negociación de instrumentos financieros y procura lograr una armonización máxima de las normas nacionales, la introducción de las restantes disposiciones pertinentes de la Directiva de cotización en la MiFID II parece ser la forma más adecuada de reducir las divergencias a la hora de aplicar las normas de cotización en la UE.

- **Proporcionalidad**

En cuanto al principio de proporcionalidad, la propuesta no excede de lo estrictamente necesario para alcanzar sus objetivos. Es compatible con este principio, ya que existe un equilibrio adecuado entre los intereses en juego de los participantes en el mercado y la rentabilidad de la medida.

En cuanto a la investigación de inversiones, la propuesta de modificación reglamentaria reducirá la carga para las sociedades de servicios de inversión y, a su vez, garantizará que más sociedades de pequeña y mediana capitalización obtengan cobertura en materia de investigación y se beneficien de una mayor visibilidad en el mercado.

En cuanto a la Directiva de cotización en general, la propuesta de derogarla e incluir las disposiciones pertinentes en la MiFID II muestra la evolución del marco legislativo.

- **Elección del instrumento**

La presente propuesta modifica una Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo adoptada sobre la base del artículo 53, apartado 1, del TFUE. Para modificar esta Directiva se necesita, por lo tanto, una propuesta de directiva.

La Directiva de cotización se basa en el artículo 50 y el artículo 114 del TFUE. Se deroga la Directiva de cotización y se introducirán en la MiFID II las disposiciones pertinentes en materia de cotización. Esto permitirá que los Estados miembros modifiquen la legislación actualmente en vigor en la medida necesaria para garantizar el cumplimiento de las disposiciones pertinentes de la MiFID II.

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**

Esta iniciativa se centra en reducir la carga normativa que soportan los emisores durante el proceso de cotización y posteriormente cuando cotizan. Por lo tanto, solo cubre los aspectos de la legislación de la UE que las partes interesadas consideran que obstaculizan el acceso de las sociedades a los mercados públicos y su capacidad de permanecer en ellos.

Para informar de esta iniciativa, los servicios de la Comisión recogieron una cantidad significativa de datos directamente de los centros de negociación y los emisores (incluidas las asociaciones de pymes). El Grupo de Expertos Técnicos Interesados (activo entre octubre de 2020 y mayo de 2021) facilitó algunos datos además de las aportaciones recibidas de los participantes en el mercado. En noviembre de 2020, la Comisión encargó a Oxera un estudio sobre los mercados primarios y secundarios de capital de la UE, que contiene una visión muy detallada de los mercados de capitales de la UE. Otras fuentes utilizadas fueron la extensa literatura académica y la investigación.

La evaluación del impacto sobre la Ley de cotización aneja a la presente propuesta recoge más información sobre los problemas detectados en la propuesta. En el anexo 7 se ofrece una visión general de cómo los Estados miembros han aplicado la Directiva de cotización y se exponen las posibles vías de actuación en el futuro. En el anexo 9 se analizan las normas sobre la investigación de inversiones y los cambios introducidos en el marco normativo de la UE hasta la fecha. Asimismo, establece posibles maneras de avanzar.

- **Consultas con las partes interesadas**

El 19 de noviembre de 2021, la Comisión puso en marcha una consulta pública y específica de catorce semanas para recabar la opinión de las partes interesadas sobre la forma de aumentar el atractivo general de la cotización en los mercados públicos de la Unión, en particular las posibles deficiencias del marco normativo que disuadan a las sociedades a la hora de obtener fondos a través de los mercados de capitales. La consulta planteó preguntas específicas sobre el Reglamento (UE) 2017/1129, el Reglamento (UE) n.º 596/2014, la Directiva 2001/34/CE y la Directiva 2014/65/UE, así como sobre los ámbitos de mejora desde un punto de vista general.

En total, se recibieron 108 respuestas, enviadas por partes interesadas de 22 Estados miembros, los Estados Unidos, el Reino Unido y Suiza.

La mayoría de los encuestados (60 %) consideró conveniente incluir en el nivel 1 las condiciones en las que un gestor de un SMN puede registrar un segmento del SMN como mercado de pymes en expansión. Destacaron que esto mejoraría la claridad jurídica, y añadieron que dicha modificación también podría incentivar que se registraran más segmentos de SMN como mercado de pymes en expansión.

Una pequeña mayoría de los encuestados (51 %) consideró que el nuevo régimen de investigación introducido por el paquete de recuperación de los mercados de capitales contribuía al acceso de las pymes a los mercados de capitales. La mayoría de los encuestados señaló que, a pesar de todo, el impacto del paquete de recuperación de los mercados de capitales es muy limitado. Algunos apuntaron que la cobertura de la investigación para las pymes no se considera rentable para los gestores de activos y los proveedores de investigación, y que esto parece ser una tendencia a largo plazo. Sin embargo, las asociaciones empresariales, en particular, y las autoridades nacionales competentes señalaron que aún es demasiado pronto para saber qué repercusión global tendrá el nuevo régimen. La gran mayoría de los encuestados (72,9 %) consideraría conveniente moderar aún más el régimen de la MiFID II en materia de investigación. Aunque algunos sugirieron aumentar el umbral de exención para cubrir plenamente el segmento de las pequeñas y medianas empresas, varias asociaciones empresariales consideraron que volver a la fijación de precios totalmente conjunta de la ejecución y la investigación de sociedades es la única solución para impulsar la investigación de las pymes (que cayó a un nivel casi inexistente). Otros también observaron que el régimen de investigación de la MiFID II estaba mal concebido para aplicarse a sociedades de cualquier tamaño. Alegaron que dicho régimen se ha convertido de forma indirecta en un incentivo para asignar una mayor parte del valor de los servicios de investigación a unos pocos grandes operadores (es decir, ha dado lugar a la concentración del sector).

Una mayoría recomendó eximir totalmente de la norma sobre separación la investigación sobre la renta fija, ya que la reforma no ha tenido ningún efecto en las horquillas de precios, ni ha incrementado la investigación por parte de proveedores independientes. Sin embargo, algunos encuestados también se opusieron firmemente a la reagrupación completa, y argumentaron que esto crearía una desigualdad de condiciones de competencia inaceptable entre la investigación proporcionada por empresas de inversión y otros productores de investigación: la investigación debe ser neutral, independientemente del hecho de que la entidad que la emita pueda llevar a cabo otras actividades o pueda pertenecer a un grupo. Muchos encuestados propusieron fomentar la investigación patrocinada por los emisores y alegaron que esta es la única manera de desarrollar la investigación sobre las pymes (tanto de productos de renta fija como de renta variable). De todos modos, sugirieron el establecimiento de salvaguardias para aumentar su aceptabilidad por parte de los inversores, por ejemplo, creando un código de conducta del que sería objeto y calificándola claramente como una investigación patrocinada por el emisor (y no como una comunicación publicitaria). Una gran mayoría de los encuestados (58,5 %) estimó que la Directiva de cotización, en su forma actual, debía modificarse. Los encuestados se mostraron divididos sobre si la Directiva de cotización debía incorporarse a otro acto legislativo, modificarse en forma de directiva o modificarse y transformarse en un reglamento, o derogarse. Más del 33 % de los encuestados consideró que las definiciones que figuran en el artículo 1 de la Directiva de cotización están obsoletas, y casi el 47 % de ellos no pudo responder al respecto. Muy pocos encuestados (20 %) pensaban que las definiciones no estaban obsoletas. Muchos de los encuestados (54 %) observaron que la amplia flexibilidad que la Directiva de cotización concede a los Estados miembros y a las autoridades nacionales competentes a la hora de aplicar las normas para la admisión a cotización oficial de acciones y obligaciones es adecuada a la luz de las condiciones del mercado local. La mayoría de los encuestados que expresaron su opinión estimaron que la capitalización bursátil previsible (artículo 43, apartado 1, de la Directiva de cotización), la revelación de información previa a la OPI (artículo 44 de la Directiva de cotización) y el requisito de capital flotante (artículo 48, apartado 5, de la Directiva de cotización) son muy pertinentes o bastante pertinentes (67 %, 68 % y 72 %, respectivamente). Si bien algunos encuestados añadieron que la flexibilidad es necesaria para ajustar los

requisitos en función del tamaño del mercado o del emisor (para tener la posibilidad de reducir el umbral del capital flotante), otros alegaron que no sería necesaria la discrecionalidad nacional si se fijara un umbral mínimo adecuado a escala de la UE.

- **Obtención y uso de asesoramiento especializado**

En los últimos años, el acceso de las sociedades, y especialmente de las pymes, a los mercados públicos ha sido el centro de las evaluaciones continuas de la Comisión. 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 Grupo de Expertos Técnicos Interesados 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 Oxera.

La Comisión también organizó dos reuniones técnicas o talleres con las partes interesadas del sector en abril de 2022 con el fin de perfeccionar las opciones políticas consideradas.

Además, la Comisión presentó el objetivo de la propuesta en el Grupo de Expertos del Comité Europeo de Valores y en los coordinadores de la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios (ECON) del Parlamento Europeo.

Recomendaciones del grupo de expertos

En octubre de 2020, la Comisión Europea puso en marcha el Grupo de Expertos Técnicos Interesados. Se encargó al Grupo el seguimiento y la evaluación del funcionamiento de los mercados de pymes en expansión, así como la aportación de conocimientos especializados y posibles aportaciones sobre otros ámbitos pertinentes del acceso de las pymes a los mercados públicos. Dicho Grupo confirmó las preocupaciones expresadas por el Grupo de Expertos Técnicos Interesados sobre Pymes en cuanto a la necesidad de adoptar nuevas medidas legislativas para apoyar la cotización de las sociedades y, en particular, de las pymes. En su informe final, publicado en mayo de 2021, el Grupo formuló doce recomendaciones, entre ellas animar a los Estados miembros a establecer medidas para promover la cobertura de la investigación en materia de capital de todas las pequeñas y medianas empresas que cotizan en bolsa.

Reuniones con las partes interesadas

Los servicios de la Comisión también organizaron dos reuniones técnicas o talleres con las partes interesadas del sector en abril de 2022 con el fin de perfeccionar las opciones políticas que la Comisión estaba estudiando. La reunión con los representantes de las bolsas tuvo lugar el 5 de abril de 2022. La mayoría de los representantes de las bolsas estaba a favor de derogar la Directiva de cotización, siempre que determinados elementos (el capital flotante y la capitalización bursátil previsible mínima) se incorporaran al régimen de la MiFID II. Otros también estaban a favor de reducir el umbral mínimo del capital flotante al 10 %. Un representante de bolsa estimó que el concepto de «admisión a cotización oficial» es importante y debería mantenerse y, por este motivo, dicho representante se opuso a la derogación de la Directiva. La reunión con emisores e inversores se celebró el 8 de abril de 2022. En cuanto a la Directiva de cotización, las partes interesadas que expresaron su opinión consideraron oportuno suprimir las disposiciones sobre el capital flotante.

Reuniones con los expertos de los Estados miembros

La Comisión también presentó el objetivo de la propuesta en el Grupo de Expertos del Comité Europeo de Valores el 15 de octubre de 2021, así como los días 17 y 30 de mayo de 2022. Las delegaciones que participaron en el debate mostraron su apoyo al 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.

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.

• Evaluación de impacto

La evaluación de impacto se presentó al Comité de Control Reglamentario el 10 de junio de 2022 y fue aprobada por dicho Comité, con reservas, el 8 de julio de 2022. El Comité de Control Reglamentario solicitó la modificación del 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 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 se tuvieron en cuenta y se integraron en la versión final de la evaluación de impacto.

La evaluación de impacto se centra en identificar y abordar obstáculos reglamentarios específicos en cada fase del proceso de cotización. Aborda los obstáculos en la fase previa a la OPI derivados del Derecho de sociedades, en particular del hecho de que en algunos Estados miembros no es posible cotizar con acciones con derechos de voto múltiple. A continuación, se centra en los obstáculos en la fase de OPI derivados del Reglamento sobre el folleto, en particular por los elevados costes de elaboración de un folleto. Por último, aborda los obstáculos encontrados en la fase posterior a la OPI derivados del Reglamento sobre abuso de mercado, en particular los costes derivados de la inseguridad jurídica en relación con la obligación de los emisores de divulgar públicamente información privilegiada. Para cada fase del proceso de cotización, la evaluación de impacto establece dos opciones de actuación alternativas, tras haber analizado las pruebas empíricas disponibles y tener en cuenta las opiniones de las partes interesadas.

La evaluación de impacto analiza las opciones en relación con tres objetivos, es decir, si: i) reducen los costes reglamentarios y de cumplimiento para las sociedades que desean cotizar o que ya cotizan, ii) garantizan un nivel suficiente de protección de los inversores e integridad del mercado y iii) ofrecen a los emisores más incentivos para que coticen. Por lo tanto, la opción preferida (para cada fase del proceso de cotización) debe ser rentable y eficaz a la hora de abordar el obstáculo detectado, salvaguardando al mismo tiempo un nivel suficientemente elevado de protección de los inversores y de integridad del mercado. Se ha tenido en cuenta la proporcionalidad de las medidas para las sociedades más pequeñas a la hora de determinar y evaluar las opciones.

Aunque las modificaciones reglamentarias establecidas en las opciones, por sí solas, no pudieron abordar todos los retos a los que se enfrentan los mercados públicos de la UE, junto con otras medidas consideradas como parte de un plan más amplio para mejorar el acceso de las sociedades a los mercados de capitales públicos, pretenden contribuir a invertir la tendencia negativa actual en los mercados públicos de la UE. En ausencia de estas mejoras reglamentarias, los mercados públicos de la UE seguirían basándose en un marco regulador de cotización insuficiente, lo que a su vez reduciría el atractivo de los mercados públicos y generaría 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 prevé ninguna modificación del marco legislativo que rige las normas para la cotización en bolsa y las sociedades que ya cotizan en bolsa.

Por lo que se refiere a la Directiva de cotización, la evaluación de impacto recomienda su derogación y la transferencia de las disposiciones pertinentes de dicha Directiva a la MiFID II.

En lo que respecta a la MiFID, la evaluación de impacto recomienda estudiar las medidas que podrían adoptarse para revitalizar el mercado de la investigación de inversiones, por ejemplo aumentando el umbral de capitalización bursátil de emisores o sociedades por debajo del cual se aplica la exención, a fin de cubrir un ámbito más amplio de pymes. Además, otra medida que ayudaría a fomentar la investigación patrocinada por los emisores sería la creación de un «código de conducta» que regulara dicha investigación.

Por lo que se refiere a las repercusiones sociales, económicas y medioambientales, el control de la coherencia climática y el principio de «no causar un perjuicio significativo», la presente propuesta contribuirá a la agenda de la UMC y a sus objetivos de garantizar el desarrollo y una mayor integración de los mercados de capitales en la UE. Se espera que las medidas normativas propuestas en esta iniciativa tengan un impacto en todas las sociedades de la UE, pero en particular en las pymes, que están más expuestas a la (excesiva) carga normativa que las sociedades más grandes con mayor potencial de absorción de costes. 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.

No se prevé que esta iniciativa tenga repercusiones sociales directas. Sin embargo, puede influir de manera positiva e indirecta en el empleo. Aunque la repercusión social (indirecta) no puede cuantificarse, es probable que sea positiva. Si la propuesta logra su objetivo de facilitar el acceso a los mercados públicos de las sociedades de la UE, estas podrán beneficiarse de un conjunto más diversificado y mayor de fuentes de financiación que les permitirá innovar, crecer y emplear a más personas.

No se espera que la aplicación de la presente propuesta tenga repercusiones medioambientales directas ni cause un perjuicio significativo, ni directo ni indirecto. No obstante, un número considerable de sociedades que cotizan en los mercados públicos pueden participar en el proceso de desarrollo e innovación de nuevas tecnologías respetuosas con el medio ambiente. 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 presente propuesta está en consonancia con el ODS 8²⁶: Trabajo decente y crecimiento económico, ya que contribuye al crecimiento de las pymes al facilitar el acceso a la financiación a través de los mercados públicos. Las sociedades que comienzan a cotizar son un motor esencial de la inversión y la creación de empleo. La facilitación del acceso a los mercados públicos genera incentivos para que los empresarios se diversifiquen en tiempos de inestabilidad económica, lo que conduce a una economía más resiliente. Además, contribuye directamente a la meta 8.3 «Promover políticas orientadas al desarrollo que apoyen las

²⁶ Entre los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) de las Naciones Unidas, el ODS 8 atañe al «trabajo decente y crecimiento económico». Se espera que la Ley de cotización contribuya al crecimiento de las pymes al facilitar el acceso a la financiación a través de los mercados públicos. Las sociedades que comienzan a cotizar son un motor esencial de la inversión y la creación de empleo. La facilitación del acceso a los mercados públicos genera incentivos para que los empresarios se diversifiquen en tiempos de inestabilidad económica, lo que conduce a una economía más resiliente.

actividades productivas, la creación de puestos de trabajo decentes, el emprendimiento, la creatividad y la innovación, y fomentar la formalización y el crecimiento de las microempresas y las pequeñas y medianas empresas, incluso mediante el acceso a servicios financieros» y la meta 8.10 «Fortalecer la capacidad de las instituciones financieras nacionales para fomentar y ampliar el acceso a los servicios bancarios, financieros y de seguros para todos», así como, de manera indirecta, a la meta 8.2 «Lograr niveles más elevados de productividad económica mediante la diversificación, la modernización tecnológica y la innovación».

Además, está en consonancia con el ODS 9: Industria, innovación e infraestructuras, ya que un acceso más fácil a los mercados públicos aumentaría el acceso de las sociedades (industriales) más pequeñas a nuevas oportunidades de financiación. Esto les proporcionaría fuentes alternativas de financiación y garantizaría su capacidad para crecer e innovar, también en los ámbitos de gran importancia estratégica para la UE. Contribuye indirectamente a la meta 9.3 «Aumentar el acceso de las pequeñas industrias y otras empresas, particularmente en los países en desarrollo, a los servicios financieros, incluidos créditos asequibles, y su integración en las cadenas de valor y los mercados».

En general, no se espera que esta propuesta tenga repercusiones en la digitalización.

- **Adecuación regulatoria y simplificación**

Se espera que el paquete global de la Ley de cotización genere un ahorro anual de costes administrativos de aproximadamente 167 millones EUR para los emisores, incluidas las pymes. Se espera que las autoridades nacionales competentes puedan reducir sus costes porque unos requisitos más sencillos y claros permitirán llevar a cabo sus actividades de supervisión de manera más eficiente. Dado que la pertinencia y el valor añadido de la Directiva de cotización han disminuido como consecuencia de la legislación promulgada recientemente, el paquete de la Ley de cotización también propone derogar la Directiva de cotización. Se espera que solo se produzcan pequeños costes de ajuste derivados de la aplicación de la propuesta para los emisores y las autoridades nacionales competentes.

- **Derechos fundamentales**

La propuesta respeta los derechos fundamentales y observa los principios reconocidos en la Carta, en particular la libertad de empresa (artículo 16) y la protección de los consumidores (artículo 38). La presente iniciativa persigue reducir la carga administrativa de los emisores, por lo que se estima que contribuirá a mejorar el derecho de libre empresa.

4. REPERCUSIONES PRESUPUESTARIAS

No se prevé que la iniciativa tenga ningún impacto 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.

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

Modificaciones de la Directiva 2014/65/UE

El artículo 1 de la propuesta modifica la Directiva 2014/65/UE tal como se describe a continuación.

- El artículo 1, apartado 1, de la propuesta modifica el artículo 4, apartado 1, punto 12, de la Directiva 2014/65/UE, que establece la definición de «mercado de PYME en expansión», para incluir también el segmento de un SMN en la definición.
- El artículo 1, apartado 2, letra a), de la propuesta introduce un nuevo apartado 3 *bis* sobre las características de la investigación sobre inversiones. Establece que la investigación realizada por terceros será imparcial, clara y no engañosa.
- El artículo 1, apartado 2, letra a), de la propuesta también introduce un nuevo apartado 3 *ter* sobre las condiciones para calificar la investigación como «investigación patrocinada por el emisor». Estas condiciones incluyen el requisito de que la investigación cumpla un código de conducta, así como los requisitos relativos al contenido, la publicación y la revisión de dicho código de conducta. El artículo también aclara que los emisores pueden presentar sus investigaciones patrocinadas por el emisor al organismo de recopilación con arreglo a la propuesta de creación de un punto de acceso único europeo. Se añade una aclaración final de que cualquier material de investigación que haya pagado el emisor pero que no se haya elaborado de conformidad con dicho código de conducta se considerará una comunicación comercial.
- El artículo 1, apartado 2, letra a), de la propuesta introduce un nuevo apartado 3 *quinqüies*. En el caso de la investigación considerada como investigación patrocinada por el emisor, deberá indicarse claramente en la primera página de la investigación que se ha elaborado de conformidad con un código de conducta.
- El artículo 1, apartado 2, letra b), de la propuesta aumenta el umbral de capitalización bursátil de las sociedades a 10 000 millones EUR, por debajo del cual no se aplicarán las normas sobre separación.
- El artículo 1, apartado 3, letras a) a c), aclara que un segmento del SMN puede registrarse como mercado de pymes en expansión y establece las condiciones y los requisitos para su registro o baja en el registro.
- El artículo 1, apartado 4, de la propuesta introduce un nuevo artículo 51 *bis* para incluir las condiciones específicas de admisión a negociación de acciones en un mercado regulado. Estas condiciones se refieren al requisito de capitalización bursátil mínima de 1 millón EUR para las sociedades que desean cotizar sus acciones en un mercado regulado, así como un requisito de capital flotante mínimo del 10 %. Además, la Comisión está facultada para adoptar actos delegados a fin de modificar dichos umbrales cuando obstaculicen la liquidez de los mercados públicos, teniendo en cuenta la evolución financiera.

Modificaciones de la Directiva 2001/34/CE

El artículo 2 de la propuesta deroga la Directiva de cotización.

El artículo 3 establece el requisito y los plazos de transposición de la presente Directiva.

El artículo 4 fija la fecha de entrada en vigor de la presente Directiva.

El artículo 5 establece los destinatarios de la presente Directiva.

Propuesta de

DIRECTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO

por la que se modifica la Directiva 2014/65/UE para hacer que los mercados de capitales públicos de la Unión resulten más atractivos para las sociedades y para facilitar el acceso al capital a las pequeñas y medianas empresas y se deroga la Directiva 2001/34/CE

(Texto pertinente a efectos delEEE)

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, artículo 53, apartado 1, y artículo 114,

Vista la propuesta de la Comisión Europea,

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

Visto el dictamen del Comité Económico y Social Europeo²⁷,

De conformidad con el procedimiento legislativo ordinario,

Considerando lo siguiente:

- (1) La Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo²⁸ fue modificada por el Reglamento (UE) 2019/2115 del Parlamento Europeo y del Consejo²⁹, que introdujo simplificaciones proporcionadas para mejorar el uso de los mercados de pymes en expansión y reducir los excesivos requisitos reglamentarios aplicables a los emisores que soliciten la admisión de valores en los mercados de pymes en expansión, preservando al mismo tiempo un nivel adecuado de protección de los inversores e integridad del mercado. Sin embargo, para racionalizar el proceso de cotización y para que el tratamiento normativo de las sociedades sea más flexible y proporcional a su tamaño, es necesario introducir nuevas modificaciones de la Directiva 2014/65/UE.
- (2) La Directiva 2014/65/UE y la Directiva Delegada (UE) 2017/593 de la Comisión³⁰ establecen las condiciones en las que la prestación de investigación sobre inversión

²⁷ DO C de , p. .

²⁸ 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).

²⁹ 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).

³⁰ Directiva Delegada (UE) 2017/593 de la Comisión, de 7 de abril de 2016, por la que se complementa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que respecta a la salvaguarda de los

por parte de terceros a empresas de inversión que prestan servicios de gestión de carteras u otros servicios de inversión o auxiliares no debe considerarse un incentivo. Con el fin de fomentar la investigación sobre inversión en las sociedades de la Unión, en particular las sociedades de pequeña y mediana capitalización, y aumentar la visibilidad de estas sociedades, así como la posibilidad de atraer inversores potenciales, es necesario introducir algunas modificaciones en dicha Directiva.

- (3) Las disposiciones relativas a la investigación que establece la Directiva 2014/65/UE obligan a las empresas de inversión a separar los pagos que reciban en concepto de comisiones de corretaje de la compensación percibida por proporcionar servicios de investigación sobre inversión («normas sobre separación de la investigación»), o a pagar los servicios de investigación de inversión con sus propios recursos, y a evaluar la calidad de la investigación que adquieran sobre la base de criterios de calidad sólidos y la capacidad de dicha investigación para contribuir a la toma de mejores decisiones de inversión. En 2021, estas normas fueron modificadas por la Directiva (UE) 2021/338 del Parlamento Europeo y del Consejo³¹ para permitir los pagos agrupados por servicios de ejecución e investigación para las pequeñas y medianas empresas con una capitalización bursátil inferior a 1 000 millones EUR. Sin embargo, el descenso de la investigación sobre inversiones no se ha detenido.
- (4) Con el fin de revitalizar el mercado de la investigación sobre inversiones y garantizar una cobertura de investigación suficiente de las sociedades, en particular de las sociedades de pequeña y mediana capitalización, es necesario seguir simplificando las normas sobre separación de la investigación. Al aumentar de 1 000 millones EUR a 10 000 millones EUR el umbral de capitalización bursátil de las sociedades por debajo del cual no se aplican las normas sobre separación, más sociedades de pequeña y mediana capitalización, y en particular más sociedades de mediana capitalización, se beneficiarán de una mayor cobertura de la investigación, lo que mejorará la visibilidad de estas sociedades respecto a los inversores potenciales y, de este modo, incrementará su capacidad de obtener financiación en los mercados.
- (5) Además, para proporcionar un mayor apoyo a la cobertura de las sociedades de pequeña y mediana capitalización a través de la investigación sobre inversiones, el material de investigación pagado total o parcialmente por los emisores debe considerarse una «investigación patrocinada por el emisor». Para garantizar un nivel adecuado de objetividad e independencia de dicho material de investigación, este debe elaborarse de conformidad con un código de conducta desarrollado o respaldado por un organismo rector del mercado registrado en un Estado miembro o por una autoridad competente. Con el fin de contribuir a una mayor visibilidad de la investigación patrocinada por el emisor, los emisores deben tener la posibilidad de presentar su investigación patrocinada por ellos mismos al organismo de recopilación pertinente, tal como se define³² en [el artículo 2, apartado 2, de la propuesta de Reglamento³³ sobre un punto de acceso único europeo].

instrumentos financieros y los fondos pertenecientes a los clientes, las obligaciones en materia de gobernanza de productos y las normas aplicables a la entrega o percepción de honorarios, comisiones u otros beneficios monetarios o no monetarios (DO L 87 de 31.3.2017, p. 500).

³¹ Directiva (UE) 2021/338 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de febrero de 2021, por la que se modifica la Directiva 2014/65/UE en lo relativo a los requisitos de información, la gobernanza de productos y la limitación de posiciones, y las Directivas 2013/36/UE y (UE) 2019/878 en lo relativo a su aplicación a las empresas de servicios de inversión con el fin de contribuir a la recuperación de la crisis de la COVID-19 (DO L 68 de 26.2.2021, p. 14).

³² Véase el artículo 2, apartado 2 de la propuesta de Reglamento [2021.78.COD].

³³ Propuesta de Reglamento [2021/03.78.COD].

- (6) La Directiva 2014/65/UE introdujo la categoría de mercados de pymes en expansión para aumentar la visibilidad y el perfil de los mercados especializados en pymes y fomentar el desarrollo de normas reguladoras comunes en la Unión para los mercados especializados en pymes. Los mercados de pymes en expansión desempeñan una función clave a la hora de facilitar el acceso al capital a los emisores más pequeños, ya que satisfacen sus necesidades. Para fomentar el desarrollo de estos mercados especializados y limitar la carga organizativa para los gestores de sistemas multilaterales de negociación (SMN), es necesario permitir que el segmento de un SMN pueda solicitar convertirse en un mercado de pymes en expansión, siempre que dicho segmento esté claramente separado del resto del SMN.
- (7) La Directiva 2001/34/CE del Parlamento Europeo y del Consejo³⁴ establece normas relativas a la cotización en los mercados de la Unión. Dicha Directiva tiene por objeto coordinar las normas sobre la admisión de valores negociables a cotización oficial y la información que ha de publicarse sobre dichos valores para ofrecer una protección equivalente a los inversores a escala de la Unión. Esta Directiva también establece las normas del marco regulador y de supervisión de los mercados primarios de la Unión. A lo largo de los años, la Directiva 2001/34/CE se ha modificado de manera considerable en varias ocasiones. La Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo³⁵ y la Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo³⁶ han sustituido a la mayoría de las disposiciones que armonizan las condiciones de suministro de información relativa a las solicitudes de admisión de valores negociables a cotización oficial y a la información sobre valores admitidos a negociación, por lo que gran parte de la Directiva 2001/34/CE resulta superflua. La Directiva 2001/34/CE, una directiva de armonización mínima, otorga a los Estados miembros un margen bastante amplio para apartarse de las normas establecidas en dicha Directiva, lo que ha dado lugar a la fragmentación del mercado en la Unión. Para impulsar la armonización del mercado a escala de la Unión y crear un código normativo único, debe derogarse la Directiva 2001/34/CE.
- (8) La Directiva 2014/65/UE, al igual que la Directiva 2001/34/CE, regula los mercados de instrumentos financieros y refuerza la protección de los inversores en la Unión. La Directiva 2014/65/UE también establece normas sobre la admisión a negociación de instrumentos financieros. Al ampliar el ámbito de aplicación de la Directiva 2014/65/UE para incluir disposiciones específicas de la Directiva 2001/34/CE, se garantizará el mantenimiento de todas las disposiciones pertinentes de la Directiva 2001/34/CE. Varias disposiciones de la Directiva 2001/34/CE, en particular los requisitos sobre el capital flotante y la capitalización bursátil que siguen vigentes y cuyo cumplimiento controlan las autoridades competentes, se consideran normas importantes a la hora de solicitar la admisión a negociación de acciones en mercados regulados de la Unión por parte de los participantes en el mercado. Por consiguiente, es necesario transferir esas normas a la Directiva 2014/65/UE para fijar, en una nueva disposición de dicha Directiva, las condiciones mínimas específicas para la admisión a negociación de acciones en mercados regulados. La aplicación de esta nueva

³⁴ 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).

³⁵ Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE (DO L 345 de 31.12.2003, p. 64).

³⁶ Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE (DO L 390 de 31.12.2004, p. 38).

disposición debe completar las disposiciones generales sobre la admisión a negociación de instrumentos financieros establecidas en la Directiva 2014/65/UE.

- (9) Para permitir una mayor flexibilidad a los emisores y mejorar la competitividad de los mercados de capitales de la Unión, el requisito de capital flotante mínimo debe reducirse al 10 %, que es un umbral que garantiza un nivel suficiente de liquidez en el mercado. El requisito de capital flotante establecido en la Directiva 2001/34/CE de que se difunda un número suficiente de acciones entre el público de uno o varios Estados miembros se refiere al público de la Unión y del Espacio Económico Europeo (UE/EEE). Esta restricción geográfica del requisito de capital flotante a la UE y el EEE no debe mantenerse, ya que la Directiva 2014/65/UE no prevé tal restricción para los instrumentos financieros admitidos a negociación. El requisito de que una sociedad debe haber publicado o presentado sus cuentas anuales relativas a un período específico no debe transferirse a la Directiva 2014/65/UE, ya que el Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo³⁷ ya contiene una disposición a tal efecto. La Directiva 2014/65/UE ya establece disposiciones para designar a las autoridades competentes. Por lo tanto, las disposiciones de la Directiva 2001/34/CE que se refieren a la designación de una o varias autoridades competentes son superfluas. En cuanto a las obligaciones, el requisito de que el importe del préstamo no debe ser inferior a 200 000 EUR se considera obsoleto a la luz de las prácticas actuales del mercado.
- (10) El concepto de admisión de valores negociables a cotización oficial en una bolsa de valores establecido en la Directiva 2001/34/CE ya no se utiliza habitualmente, habida cuenta de la evolución del mercado, ya que la Directiva 2014/65/UE ya prevé el concepto de «admisión de instrumentos financieros a negociación en un mercado regulado». Los dos conceptos de «admisión a cotización oficial» y «admisión a negociación en un mercado regulado» se utilizan a menudo indistintamente en algunos Estados miembros. Esto significa que, en algunos Estados miembros, no se hace distinción entre ambos conceptos. Asimismo, el doble régimen de admisión a negociación, por una parte, y de admisión a cotización oficial, por otra, podría generar inseguridad jurídica a escala de la Unión, en particular debido a que los requisitos establecidos en la Directiva 2003/71/CE, la Directiva 2004/109/CE y la Directiva 2014/57/UE del Parlamento Europeo y del Consejo³⁸ no se aplican a los instrumentos admitidos a cotización oficial, mientras que estos requisitos se aplican a los instrumentos admitidos a negociación en un mercado regulado.
- (11) Para aumentar la visibilidad de las sociedades cotizadas, en particular las pymes, y adaptar las condiciones de cotización para mejorar los requisitos aplicables a los emisores, deben delegarse en la Comisión los poderes para adoptar actos con arreglo al artículo 290 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea por lo que respecta a la modificación de la Directiva 2014/65/UE. Debe adaptarse el umbral de capitalización bursátil para las sociedades, de manera que permita reagrupar las tasas de ejecución de las operaciones y de investigación, a fin de incluir a las sociedades de pequeña y mediana capitalización, y proporcionar un marco para el desarrollo de una forma específica de investigación en la que el emisor paga. La adaptación de las normas de cotización en la Unión también debe reflejar las prácticas del mercado para que sean eficaces y fomenten la competencia. Reviste especial importancia que la Comisión lleve a cabo las consultas oportunas durante la fase preparatoria, en

³⁷ 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).

³⁸ Directiva 2014/57/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre las sanciones penales aplicables al abuso de mercado (Directiva sobre abuso de mercado) (DO L 173 de 12.6.2014, p. 179).

particular con expertos, y que esas consultas se realicen de conformidad con los principios establecidos en el Acuerdo Interinstitucional, de 13 de abril de 2016, sobre la Mejora de la Legislación³⁹. En particular, a fin de garantizar una participación equitativa en la preparación de los actos delegados, el Parlamento Europeo y el Consejo reciben toda la documentación al mismo tiempo que los expertos de los Estados miembros, y sus expertos tienen acceso sistemáticamente a las reuniones de los grupos de expertos de la Comisión que se ocupen de la preparación de actos delegados.

- (12) Por lo tanto, procede modificar la Directiva 2014/65/UE en consecuencia.
- (13) Dado que los objetivos de la presente Directiva, a saber, facilitar el acceso de las sociedades de pequeña y mediana capitalización a los mercados de capitales y mejorar la coherencia de las normas de cotización de la Unión, no pueden alcanzarse de manera suficiente por los Estados miembros, sino que, debido a las mejoras y los efectos pretendidos, pueden lograrse mejor 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.

HAN ADOPTADO LA PRESENTE DIRECTIVA:

Artículo 1 **Modificaciones de la Directiva 2014/65/UE**

La Directiva 2014/65/UE se modifica como sigue:

- 1) En el artículo 4, apartado 1, el punto 12 se sustituye por el texto siguiente:
 - «12) «mercado de PYME en expansión»: un SMN, o un segmento de un SMN, registrado como mercado de PYME en expansión de conformidad con el artículo 33»;
- 2) El artículo 24 se modifica como sigue:
 - a) se añaden los siguientes apartados 3 *bis* a 3 *quinqüies*:
 - «3 *bis*. La investigación facilitada por terceros a las empresas de servicios de inversión que presten servicios de gestión de carteras u otros servicios de inversión o servicios auxiliares, así como la investigación realizada y distribuida por dichas empresas será imparcial, clara y no engañosa. La investigación será claramente identificable como tal o en términos similares, siempre que se cumplan todas las condiciones aplicables a la misma.
 - 3 *ter*. Cuando la investigación sea pagada, total o parcialmente, por el emisor y se difundan al público o a las empresas de inversión o a los clientes de empresas de inversión que presten servicios de gestión de carteras u otros servicios de inversión o auxiliares, dicha investigación se identificará como «investigación patrocinada por el emisor», siempre que se elabore de conformidad con un código de conducta desarrollado o respaldado por

³⁹ DO L 123 de 12.5.2016, p. 1.

un organismo rector del mercado registrado en un Estado miembro o por una autoridad competente.

El código de conducta establecerá normas mínimas de independencia y objetividad que deberán cumplir los proveedores de dicha investigación. El organismo rector del mercado o la autoridad competente publicará el código de conducta en su sitio web y lo revisará y lo aprobará cada dos años.

3 *quater*. Los Estados miembros velarán por que cualquier emisor pueda presentar su investigación patrocinada por el emisor, a que se refiere el apartado 3 *ter* del presente artículo, al organismo de recopilación pertinente, tal como se define en [el artículo 2, apartado 2, de la propuesta de Reglamento sobre un punto de acceso único europeo⁴⁰].

3 *quinqüies*. La investigación identificada como investigación patrocinada por el emisor indicará en su primera página de forma clara y destacada que se ha elaborado de conformidad con un código de conducta. También se mencionará el nombre del organismo rector del mercado o de la autoridad competente que haya elaborado o respaldado dicho código de conducta. Cualquier otro material de investigación pagado total o parcialmente por el emisor, pero que no se haya producido de conformidad con un código de conducta a que se refiere el apartado 3 *ter* se identificará como una comunicación publicitaria.»;

b) en el apartado 9 *bis*, la letra c) se sustituye por el texto siguiente:

«c) la investigación para la que se efectúan los gastos combinados o el pago conjunto se refiere a emisores cuya capitalización bursátil durante el período de treinta y seis meses naturales anteriores a la realización de la investigación no haya sido superior a 10 000 millones EUR, sobre la base de las cotizaciones de fin de ejercicio durante los ejercicios en los que dichos emisores cotizan o cotizaban, o sobre la base del capital propio para los ejercicios en los que dichos emisores cotizan o no cotizaban.»;

3) El artículo 33 se modifica como sigue:

a) los apartados 1 y 2 se sustituyen por el texto siguiente:

«1. Los Estados miembros dispondrán que los gestores de SMN puedan solicitar a las autoridades competentes de su Estado miembro de origen el registro del SMN o de un segmento del mismo como mercado de PYME en expansión.

2. Los Estados miembros dispondrán que la autoridad competente del Estado miembro de origen pueda registrar el SMN, o un segmento del mismo, como un mercado de PYME en expansión si la autoridad competente recibe la solicitud contemplada en el apartado 1 y está convencida de que se cumplen los requisitos establecidos en el apartado 3 en relación con el SMN o de que se cumplen los requisitos establecidos en el apartado 3 *bis* en relación con un segmento del SMN.»;

⁴⁰ Propuesta de Reglamento [2021/0378.COD].

- b) se añade el apartado 3 *bis* siguiente:

«3 *bis*. Los Estados miembros garantizarán que el segmento pertinente del SMN esté sujeto a normas, sistemas y procedimientos efectivos que aseguren el cumplimiento de las condiciones a que se refiere el apartado 3, así como todas las condiciones siguientes:

- a) el segmento del SMN registrado como «mercado de PYME en expansión» está claramente separado de los demás segmentos del mercado gestionados por el gestor del SMN y, entre otras cosas, cuenta con un nombre diferente, un código normativo diferente, una estrategia de comercialización diferente y una publicidad diferente, así como con una asignación específica del código de identificación del mercado para el segmento del mercado de PYME en expansión;
- b) las operaciones realizadas en el segmento específico del mercado de PYME en expansión se distinguen claramente de otras actividades de mercado dentro de los demás segmentos del SMN;
- c) a petición de la autoridad competente del Estado miembro de origen del SMN, este facilitará una lista exhaustiva de los instrumentos cotizados en el segmento del mercado de PYME en expansión en cuestión, así como cualquier información sobre el funcionamiento del segmento del mercado de PYME en expansión que la autoridad competente pueda solicitar.»;

- c) los apartados 4 a 6 se sustituyen por el texto siguiente:

«4. Los criterios establecidos en los apartados 3 y 3 *bis* se entienden sin perjuicio del cumplimiento, por parte de la empresa de servicios de inversión u organismo rector del mercado que gestione el SMN, o un segmento del mismo, de las demás obligaciones de la presente Directiva pertinentes para la gestión de SMN.

5. Los Estados miembros dispondrán que la autoridad competente del Estado miembro de origen pueda retirar un SMN, o un segmento del mismo, del registro como mercado de PYME en expansión cuando se dé uno de los siguientes supuestos:

- a) que la empresa de servicios de inversión u organismo rector del mercado que gestionen el SMN, o un segmento del mismo, soliciten su retirada del registro;
- b) que hayan dejado de cumplirse los requisitos del apartado 3 o 3 *bis* en lo que respecta al SMN, o a un segmento del mismo.

6. Los Estados miembros exigirán que, si una autoridad competente del Estado miembro de origen inscribe un SMN, o un segmento del mismo, en el registro como mercado de PYME en expansión, o los retira de él, con arreglo al presente artículo, dicha autoridad lo notifique lo antes posible a la AEVM. La AEVM publicará en su sitio web una lista de mercados de PYME en expansión y la mantendrá actualizada.»;

- d) el apartado 8 se sustituye por el texto siguiente:

«8. Se otorgan a la Comisión los poderes para adoptar actos delegados con arreglo al artículo 89 a fin de completar la presente Directiva especificando de

manera más detallada los requisitos establecidos en los apartados 3 y 3 *bis* del presente artículo. Dichos requisitos tendrán en cuenta la necesidad de mantener niveles elevados de protección de los inversores para promover la confianza de los inversores en dichos mercados y minimizar, al mismo tiempo, las cargas administrativas para los emisores del mercado. También tendrán en cuenta que las retiradas del registro y las denegaciones de registro no se producirán por el mero incumplimiento temporal del requisito establecido en el apartado 3, letra a), del presente artículo.».

- 4) Se inserta el artículo 51 *bis* siguiente:

«Artículo 51 *bis*

Condiciones específicas relativas a la admisión de acciones a negociación

1. Los Estados miembros exigirán que la capitalización bursátil previsible de las acciones que sean objeto de una solicitud de admisión a negociación o, si esto no puede evaluarse, el capital y las reservas de la sociedad, incluidos los resultados, del último ejercicio, sea de al menos 1 000 000 EUR o un importe equivalente en moneda nacional distinta del euro.
2. No obstante, el apartado 1 no se aplicará a la admisión a negociación de acciones fungibles con acciones ya admitidas a negociación.
3. Si, como consecuencia de un ajuste del valor equivalente al euro en moneda nacional, el importe de la capitalización bursátil expresado en moneda nacional fuere, por lo menos, cerca del 10 % del valor de 1 000 000 EUR durante un período de un año, el Estado miembro, en un plazo de doce meses a partir de la expiración de dicho período, adaptará sus disposiciones legales, reglamentarias o administrativas a lo dispuesto en el apartado 1.
4. Los Estados miembros obligarán a los mercados regulados a garantizar que, en cualquier momento, el público poseerá al menos el 10 % del capital suscrito representado por la clase de acciones objeto de la solicitud de admisión a negociación.
5. Cuando el porcentaje de acciones que posee el público sea inferior al 10 % del capital suscrito, los Estados miembros velarán por que los mercados regulados exijan que se distribuya al público un número suficiente de acciones para cumplir el requisito establecido en el apartado 4.
6. Cuando se solicite la admisión a negociación de acciones fungibles con acciones ya admitidas a negociación, los mercados regulados analizarán, a fin de cumplir el requisito establecido en el apartado 4, si se ha distribuido al público un número suficiente de acciones en relación con todas las acciones emitidas y no solo en relación con las acciones fungibles con acciones ya admitidas a negociación.
7. La Comisión estará facultada para adoptar actos delegados con arreglo al artículo 89 a fin de modificar la presente Directiva cambiando los umbrales a que se refieren los apartados 1 y 3, o los apartados 4 y 5, o en todos ellos, cuando los umbrales aplicables obstaculicen la liquidez de los mercados públicos, teniendo en cuenta la evolución financiera.».

- 5) El artículo 89 se modifica como sigue:

- a) los apartados 2 y 3 se sustituyen por el texto siguiente:

«2. Los poderes para adoptar actos delegados mencionados en el artículo 2, apartado 3, artículo 2, apartado 4, artículo 4, apartado 1, punto 2, párrafo segundo, artículo 4, apartado 2, artículo 13, apartado 1, artículo 16, apartado 12, artículo 23, apartado 4, artículo 24, apartado 13, artículo 25, apartado 8, artículo 27, apartado 9, artículo 28, apartado 3, artículo 30, apartado 5, artículo 31, apartado 4, artículo 32, apartado 4, artículo 33, apartado 8, artículo 51 *bis*, apartado 7, artículo 52, apartado 4, artículo 54, apartado 4, artículo 58, apartado 6, artículo 64, apartado 7, artículo 65, apartado 7, y artículo 79, apartado 8, se otorgan a la Comisión por un período de tiempo indefinido.

3. La delegación de poderes mencionada en el artículo 2, apartado 3, artículo 2, apartado 4, artículo 4, apartado 1, punto 2, párrafo segundo, artículo 4, apartado 2, artículo 13, apartado 1, artículo 16, apartado 12, artículo 23, apartado 4, artículo 24, apartado 13, artículo 25, apartado 8, artículo 27, apartado 9, artículo 28, apartado 3, artículo 30, apartado 5, artículo 31, apartado 4, artículo 32, apartado 4, artículo 33, apartado 8, artículo 51 *bis*, apartado 7, artículo 52, apartado 4, artículo 54, apartado 4, artículo 58, apartado 6, artículo 64, apartado 7, artículo 65, apartado 7, y artículo 79, apartado 8, podrá ser revocada en cualquier momento por el Parlamento Europeo o por el Consejo. La decisión de revocación pondrá término a la delegación de los poderes que en ella se especifiquen. La decisión surtirá efecto el día siguiente al de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea* o en una fecha posterior indicada en ella. No afectará a la validez de los actos delegados que ya están en vigor.»;

b) el apartado 5 se sustituye por el texto siguiente:

«5. Los actos delegados adoptados en virtud del artículo 2, apartado 3, artículo 2, apartado 4, artículo 4, apartado 1, punto 2, párrafo segundo, artículo 4, apartado 2, artículo 13, apartado 1, artículo 16, apartado 12, artículo 23, apartado 4, artículo 24, apartado 13, artículo 25, apartado 8, artículo 27, apartado 9, artículo 28, apartado 3, artículo 30, apartado 5, artículo 31, apartado 4, artículo 32, apartado 4, artículo 33, apartado 8, artículo 51 *bis*, apartado 7, artículo 52, apartado 4, artículo 54, apartado 4, artículo 58, apartado 6, artículo 64, apartado 7, artículo 65, apartado 7, o artículo 79, apartado 8, entrarán en vigor únicamente si, en un plazo de tres meses a partir de su notificación al Parlamento Europeo y al Consejo, ninguna de estas instituciones formula objeciones o si, antes del vencimiento de dicho plazo, ambas informan a la Comisión de que no las formularán. El plazo se prorrogará tres meses a iniciativa del Parlamento Europeo o del Consejo.».

Artículo 2

Derogación de la Directiva 2001/34/CE

Queda derogada la Directiva 2001/34/CE a partir del... [OP: insértese la fecha correspondiente a 24 meses después de la entrada en vigor de la presente Directiva].

Artículo 3

Transposición

1. Los Estados miembros adoptarán y publicarán, a más tardar el [OP: insértese la fecha correspondiente a 12 meses 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. Comunicarán inmediatamente a la Comisión el texto de dichas disposiciones.

Aplicarán dichas disposiciones a partir del [OP: insértese la fecha correspondiente a 18 meses después de la fecha de entrada en vigor de la presente Directiva].

Cuando los Estados miembros adopten dichas disposiciones, estas harán 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 4 **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 5 **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