

Nueva modificación de la MiFID II para facilitar el acceso de las pymes a los mercados de valores

La Listing Act modifica la MiFID II y deroga la Directiva de admisión a cotización.

REYES PALÁ LAGUNA

Catedrática de Derecho Mercantil de la Universidad de Zaragoza
Consejera académica de Gómez-Acebo & Pombo

1. Introducción

El pasado mes de abril, el Parlamento Europeo aprobó en primera lectura un conjunto de reformas a las que se refiere la Comisión Europea como *Listing Act*. Las reformas legales afectan a la Directiva 2014/65/UE (MiFID II), al Reglamento (UE) núm. 600/2014 (MiFIR), al Reglamento de folletos y al de abuso de mercado. A ello hay que sumar una nueva directiva sobre estructuras de acciones con derechos de voto múltiple en sociedades que solicitan la admisión a cotización de sus acciones en un

mercado de pymes en expansión (*SME growth market*), que permitirá a sus propietarios mantener el control de la empresa tras la admisión a negociación de sus acciones.

En el presente análisis daremos cuenta de la reforma de la MiFID II, reforma que prevé un plazo de transposición al derecho interno de dieciocho meses desde la entrada en vigor de la directiva modificadora de la MiFID II (a los veinte días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*). La derogación de la conocida como *Directiva de admisiones*

por el artículo 3 de esta directiva de reforma de la MiFID II tendrá efecto transcurridos dos años desde el referido *dies a quo*.

El objetivo de la reforma se indica en el título mismo de la norma: *Directiva (EU) 2024/... 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*. Referimos a continuación los principales aspectos de la reforma en torno a tres materias.

2. **Marcha atrás en la obligada disociación de costes por comisiones de ejecución y de análisis de inversiones**

La MIFID II, con el fin de evitar situaciones de conflicto de intereses entre las sociedades gestoras de carteras o las empresas que prestan asesoramiento de inversiones de forma independiente y sus clientes, obligó a estas empresas a separar o disociar los costes de contratar la realización de análisis o informes de investigación y los costes de ejecución de órdenes de clientes (u otros servicios). A estas obligaciones se las conoce como *research unbundling rules*.

De esta forma se pretendía garantizar el cumplimiento del «principio de mejor ejecución» recogido en el artículo 24 de la MiFID II —y en el artículo 222 de la vigente Ley de los Mercados de Valores— al ser independientes las comisiones por transmisión y ejecución de órdenes de las que abona el intermediario a empresas dedicadas al análisis de inversiones. La

separación entre los costes de investigación sobre cotizadas que reciben las gestoras de carteras y otras empresas de servicios de inversión permite hasta la fecha que sea la empresa de servicios de inversión la que los asuma directamente, o bien los repercute a sus clientes de forma separada a la de los costes de ejecución de órdenes. Esta normativa provocó un ajuste en los precios de suministro en el mercado de servicios de investigación o análisis financiero que amenazó la viabilidad de estos terceros independientes de menor tamaño, así como una reducción del número de empresas sobre las que se ofrecen análisis, especialmente en el caso de las pymes. Por ello, en el 2021 se reforma la MiFID II mediante la Directiva 2021/338 a fin de permitir a las empresas de servicios de inversión el abono conjunto a terceros por la prestación de servicios de investigación y de ejecución de órdenes, siempre que se cumplan determinados requisitos. Uno de ellos es que la investigación se efectúe sobre emisores cuya capitalización bursátil

no sea superior a un millón de euros, requisito aplicable también en el caso de informes de pymes no cotizadas. La última reforma de la MiFID II suprime el límite del millón de

Se considera distribución suficiente entre el público el 10 % del capital cuya admisión se solicita

euros y deja en manos de la empresa de servicios de inversión la decisión de separar las comisiones y gastos por ambos conceptos conforme a su política aprobada al respecto. Si opta por no hacerlo, la nueva redacción del artículo 24 de la directiva refuerza las obligaciones de información al cliente. La separación de comisiones por la empresa de servicios de inversión es una cuestión controvertida; será la práctica la que revele el éxito de esta reforma. Por otra parte, en el artículo 24 se introduce un régimen para los supuestos en los que esos informes o análisis sean sufragados directamente por el emisor; en ese caso, ha de cumplir el

código de conducta que se elaborará partiendo de la normativa delegada que se apruebe al respecto.

Estas reformas pretenden revitalizar el mercado de los análisis de inversión y asegurar una cobertura suficiente para las empresas de pequeña y mediana capitalización. A la hora de transponerla, será necesario modificar el extenso artículo 122 («incentivos en relación con el análisis») del Real Decreto 813/2023, de 8 de noviembre, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión.

3. Sociedades cotizadas en más de un sistema multilateral de negociación

En una traducción cuasi literal del artículo 33.7 de la MiFID II, el artículo 128.7 del Real Decreto 814/2023, de 8 de noviembre, sobre instrumentos financieros, admisión a negociación, registro de valores negociables e infraestructuras de mercado, dispone lo siguiente:

Los instrumentos financieros de un emisor admitidos a negociación en un mercado de pyme en expansión sólo podrán negociarse en otro mercado de pyme en expansión cuando el emisor haya sido informado y no haya planteado objeciones. No obstante, el emisor no estará sujeto a ninguna obligación relativa al gobierno corporativo ni a la divulgación de información inicial, continua o *ad hoc* en lo que respecta a este último mercado de pyme en expansión.

Lo que hace la reforma de la MiFID II en este punto es extender este régimen de la cotiza-

da en un mercado de pyme en expansión a su cotización adicional en cualquier otro sistema multilateral de negociación (SMN), tenga o no este sistema la condición de mercado de pyme en expansión. Pero, si no la tuviera, el emisor queda sujeto a las obligaciones de gobierno corporativo y de información regulada que rigen en ese otro sistema multilateral. Relacionado con ello se modifica la definición de mercado de pyme en expansión (*SME growth market*) para permitir que tenga esta consideración no sólo el mercado en sí, sino también un segmento del sistema multilateral de negociación que cumpla los requisitos que se detallan en la nueva redacción del artículo 33 de la directiva.

4. La derogación de la Directiva de admisiones y el establecimiento de un *free float* del diez por ciento

La mayoría de las previsiones contenidas en la Directiva 2001/34/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de mayo, sobre la admisión de valores negociables a cotización oficial y la información que ha de publicarse sobre dichos valores, han sido superadas por la Directiva de transparencia y el Reglamento de folletos, o bien se han convertido en redundantes respecto a estas dos normas. Por ello, la opción de política legislativa ha sido derogar esta directiva e incorporar a la MiFID II el contenido que mantenía su vigencia, aunque con modificaciones. Se mantiene sin embargo el requisito de capitalización mínima previsible de un millón de euros para cotizar en mercado regulado (en España la cifra es de seis millones).

Respecto a la suficiente difusión de las acciones entre el público —«distribución suficiente» en expresión del artículo 66 Real Decreto 814/2023—, el criterio general del 25 % de las acciones cuya admisión a cotización se solici-

ta queda sustituido por la reforma en el 10 %, por considerarse este umbral del 25 % «excesivo y ya no apropiado». Ello con independencia de que la sociedad tenga nacionalidad de un país del Espacio Económico Europeo, al no contener restricciones la MiFID II a este respecto. Ahora bien: el nuevo artículo 51 *bis* de la MIFID II permite a los Estados miembros prescindir de este criterio del 10 % y sustituirlo por otro que

asegure, ya la tenencia de un «número suficiente de acciones» por el público, ya la existencia de un número suficiente de accionistas, ya el establecimiento de un criterio por el que el valor de mercado de las acciones en poder del público represente un nivel suficiente de capital suscrito respecto a la clase de acciones cuya admisión a cotización se solicite en el mercado regulado.

Advertencia legal: El contenido de este documento no se puede considerar en ningún caso recomendación o asesoramiento legal sobre cuestión alguna.

Para más información, consulte nuestra web www.ga-p.com, o dirijase al siguiente e-mail de contacto: info@ga-p.com.