



Consulta pública de la Comisión Europea sobre la revisión de la Directiva de folletos. (*Consultation document on the review of the prospectus Directive.*)

Enlace al documento: [*Consultation document on the review of the prospectus Directive.*](#)

1.- A quién va dirigido (potenciales interesados):

- Compañías que han publicado folletos informativos en el pasado o que lo harán en el futuro.
- Despachos de abogados y consultores que trabajan en este área.
- Autoridades nacionales competentes.
- Organizaciones empresariales.
- Inversores que ya han utilizado los folletos para sus decisiones de inversión.
- Asociaciones de inversores.
- Otros integrantes del sector financiero en general.

2.- Nota Informativa

La Comisión Europea (en adelante CE) ha publicado, con fecha 18 de febrero de 2015, un documento a consulta (libro verde o *Green paper*) para la construcción de una Unión de Mercados de Capitales o *Capital Markets Union* (CMU) para los 28 Estados miembros de la Unión Europea (en adelante UE). Esta consulta pretende identificar las barreras existentes para la creación de un mercado integrado de capitales que sea punto de intersección entre los ahorradores y quienes necesitan financiación que favorezca el crecimiento económico y la creación de empleo.

La consulta sobre la construcción del CMU propone una serie de actuaciones a corto y a medio plazo que deberían adoptarse en el seno de la UE. De entre las medidas a corto plazo que la CE considera prioritarias destacan la revisión de la Directiva de folletos y las medidas propuestas para lograr una titulación de "alta calidad". Para avanzar en ambas direcciones, la CE ha publicado, también con fecha 18 de febrero, dos consultas públicas: la primera, sobre la revisión de la Directiva de folletos y, la segunda, sobre las medidas a adoptar para lograr una estructura de titulación sostenible de alta calidad.

La consulta pública sobre la revisión de la Directiva 2003/71/CE sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores (en adelante Directiva de folletos) tiene como objeto que el folleto, como requisito para realizar una oferta pública o solicitar la admisión a negociación en un mercado regulado, no constituya una barrera para el acceso al mercado de capitales. El folleto, en el derecho de la UE, es la puerta de entrada a los mercados de capital para las empresas que buscan financiación por lo que es crucial que no actúe como un obstáculo innecesario al mercado de capitales. La CE debía evaluar, hacia el 1 de enero de 2016, la aplicación de la Directiva de folletos si bien, para avanzar hacia el CMU, ha decidido adelantar la revisión.

La Directiva de folletos ya fue objeto de una revisión en 2010 para aumentar la protección de los inversores (mejor calidad de la información pública y mayor comparabilidad de productos a través del resumen del folleto), y para reducir las cargas administrativas para ciertos emisores (PYME y empresas de baja capitalización) y bajar los umbrales por debajo de los cuales no se requiere folleto informativo.

El documento enumera las deficiencias del actual marco de la Directiva de folletos: i) el proceso de elaboración de un folleto y de autorización por la autoridad nacional es a menudo percibido como costoso, complejo y largo en el tiempo; ii) los Estados miembros han aplicado de manera diferente el umbral de exención de folleto a las ofertas de valores con un valor total inferior a 5.000.000 euros; iii) los procedimientos de aprobación en la práctica se llevan a cabo de forma diferente en los distintos Estados miembros; y iv) los folletos se han convertido en documentos excesivamente largos, lo que ha llevado a cuestionar la eficacia de la Directiva desde la perspectiva de la protección del inversor.

El objetivo de la revisión de la Directiva es reformar y remodelar el régimen actual de folletos con el fin de facilitar a las empresas obtener capital en toda la UE y disminuir los costos asociados, manteniendo niveles efectivos de protección de los inversores. La Directiva también debe actualizarse para reflejar la evolución del mercado y las novedades regulatorias introducidas por la legislación posterior como los sistemas de negociación multilateral (SNM), la creación del "mercado de PYME en expansión", los sistemas organizados de contratación (SOC), y los Documentos de Información Fundamental (en adelante DIF) –en inglés *Key Information Documents* (en adelante KIDs)- para *Packaged Retail and Insurance-based Investment Products* (en adelante PRIIPs), relativos a los productos de inversión minorista estructurados y los productos de inversión basados en seguros o (PRIIPs).

El documento contiene 51 preguntas (47 preguntas distribuidas en los tres apartados de la consulta y 4 preguntas finales):

1. Circunstancias en las que es necesario un folleto.

.- Ajuste de los actuales umbrales para la no aplicación de la obligación de publicar un folleto.

El ámbito de aplicación de la Directiva se determina actualmente por una serie de umbrales cuantitativos que exigen de publicar el folleto a ciertos tipos de ofertas públicas. La CE se plantea si es necesario revisar estos umbrales para aumentar el número de emisiones sin folleto teniendo en cuenta la evolución reciente de los mercados financieros y las nuevas formas de captación de ahorro, como el *crowdfunding*. Los Estados miembros gozan de discrecionalidad para emisiones por debajo 5.000.000 euros, lo que es relevante en el contexto del *crowdfunding* cuyo desarrollo podría ser desalentado con la aplicación del requisito del folleto por debajo de ese umbral.

.- Establecimiento de una exención para "emisiones secundarias" en determinadas circunstancias.

Se entiende por "emisiones secundarias" aquellas que realiza una compañía que ya cuenta con otra emisión de esa misma clase de valores admitidos a negociación en un mercado regulado. La CE propone varias opciones para aliviar la obligación de publicar

un folleto para ofertas posteriores de la misma clase de valores: i) el aumento del 10% a por lo menos el 20% de la exención por acciones que representen durante un periodo de 12 meses menos del 20% del número de acciones de la misma clase ya admitidas a cotización en el mismo mercado regulado; ii) la exención para los derechos de suscripción preferente; y iii) la exención de valores fungibles con valores que ya negocian y para los que hay un folleto aprobado en un cierto periodo de tiempo.

En el caso de los SMN, en los que la admisión de valores a negociación no está sujeto a la obligación de emisión de folleto, una exención similar podría diseñarse para las ofertas al público de un clase de valores que ya ha sido ofrecido al público durante un determinado período de tiempo por definir (por ejemplo 3 años). Dado que la Directiva sobre la transparencia no se aplica a los SMN, esta exención puede necesitar ser condicionada a la existencia de unas normas de mercado sobre remisión de información periódica pública por los emisores.

.- Extensión de la obligación de publicación de folleto a la admisión a negociación en un SMN.

La CE considera que los SMN deben ser incluidos en el ámbito de aplicación de la Directiva de folletos si fuera necesario adaptando los requisitos para que no resultara demasiado oneroso. Esta armonización sería coherente con los desarrollos de MAR y MiFID II que incluyen los SNM en sus respectivos ámbitos de aplicación junto con los mercados regulados.

.- Exención de folleto para ciertos tipos de Fondo de Inversión Alternativo (FIA) de tipo cerrado.

Las participaciones o acciones de Instituciones de Inversión Colectiva de tipo cerrado que tengan la consideración de valores mobiliarios deben publicar un folleto si la oferta se dirige a más de 150 personas que no sean inversores institucionales dentro de un Estado miembro. Este es el caso de los fondos de emprendimiento social europeos y de los fondos de capital riesgo europeos. También el acuerdo político del Reglamento sobre los fondos europeos de inversión a largo plazo (ELTIF) establece la obligación de emitir un folleto cuando se trate de fondos de tipo cerrado.

Puede haber casos en los que, por tanto, los FIA tengan que cumplir de forma cumulativa con las obligaciones siguientes: i) publicar un folleto informativo con un contenido mínimo definido en el Reglamento 809/2004, de aplicación de la Directiva de folletos, ii) elaborar un documento de información fundamental (DIF) de conformidad con el Reglamento PRIIPS, e iii) informar a los inversores sobre la información requerida en la que aparece en la correspondiente legislación sectorial. La CE solicita opiniones acerca de la idoneidad de esta diversidad de regímenes de difusión de información que, en su opinión, no concede beneficio adicional al inversor.

.- Extensión de la exención a los planes de acciones para empleados.

La legislación, después de la reforma de 2010, exige la publicación de folleto todavía en el supuesto de ofertas realizadas por empresas establecidas fuera de la UE a sus empleados en la UE de valores que no están admitidos a negociación en mercados regulados de la UE o de tercer país equivalente Como parte de un plan de acciones para empleados. La CE plantea la conveniencia de mantener esta obligación y pregunta

si no desincentivará las ofertas con la consiguiente desventaja para los trabajadores en la UE.

.- Equilibrio entre el tratamiento favorable para los emisores de títulos de deuda con una alta denominación por unidad y la liquidez en los mercados de deuda.

Los emisores de títulos de deuda tienen, tanto en la legislación de folletos como en la de transparencia, una exención de la obligación de publicar un folleto cuando la denominación por unidad es mayor de 100.000 euros. La CE solicita opiniones sobre si este umbral puede inhibir la liquidez en el mercado secundario de bonos corporativos y limitar la emisión de títulos de deuda con denominaciones inferiores a esa cifra.

2. Información que un folleto deberá contener y las posibilidades de simplificar la información que figura en los folletos.

.- Régimen proporcionado de información.

La última revisión de la Directiva y Reglamento de folletos establecen un régimen de información proporcionado para ciertos tipos de emisiones (ofertas de valores no participativos emitidos por entidades de crédito y de derechos de suscripción preferente) y el emisor (PYME y empresas de capitalización reducida) que consiste en la emisión de un modelo de folleto con una información mínima más reducida. La CE constata que la utilización práctica de estos folletos simplificados ha sido escasa y pregunta acerca de su modificación y/o ampliación.

.- Régimen a medida para las empresas admitidas a negociación en un "mercado de PYME en expansión".

MiFID II creó los "mercados de PYME en expansión" para cuyo adecuado desarrollo la CE plantea si un régimen de folleto simplificado a medida será beneficioso. La CE también pregunta acerca de si la definición de empresas de reducida capitalización deberá ser alineada con la definición de PYME.

.- Flexibilización del mecanismo de "incorporación por referencia" y evaluación de la necesidad de suplementos en caso de divulgación paralela de información privilegiada.

La CE plantea la necesidad de que el mecanismo de "incorporación por referencia" sea redefinido para dotarlo de mayor flexibilidad teniendo en cuenta que facilita la elaboración del folleto y reduce sus costes sin disminuir la protección del inversor. También plantea la extensión a otro tipo de información regulada. La Directiva sobre abuso del mercado obliga a los emisores de instrumentos financieros a informar al público lo antes posible de la información privilegiada que afecte directamente a esos emisores. La CE pregunta si esta obligación deberá exonerar o no de emitir un suplemento al folleto del emisor.

.- Reevaluación de los objetivos del resumen del folleto y estudio de posibles superposiciones con el Documento de Información Fundamental (DIF) requerido por el Reglamento PRIIPs.

El resumen del folleto, junto al documento de registro y la nota sobre los valores, es uno de los tres componentes de un folleto informativo. Su propósito es proporcionar la información clave relativa a los valores y su emisor de manera concisa y en un

lenguaje no técnico, con el fin de ayudar a los inversores en sus decisiones de inversión. La CE pregunta si se puede mejorar el contenido del resumen, por ejemplo, con respecto a la comparabilidad de los resúmenes y su interacción con las condiciones finales de un folleto base. Por otro lado, el Reglamento PRIIPS que entrará en vigor a partir del 31 de diciembre del 2016 obliga a los emisores y comercializadores a publicar el Documento de Información Fundamental (DIF). Dado que ciertos productos sujetos al Reglamento PRIIPS pueden ser valores sujetos a la Directiva de Folletos, puede haber una superposición parcial de estas dos disposiciones. La CE pregunta acerca de la manera de solucionar que el resumen y el DIF (normalmente más corto) tengan la misma información.

.- La imposición de un límite a la longitud de los folletos.

Se ha observado una tendencia hacia la preparación de folletos excesivamente largos. En la actualidad existe un límite a la longitud del resumen pero no para el conjunto del folleto. La imposición de este límite podría ser considerada, pero puede resultar ineficaz si la información excedente se canaliza hacia suplementos. Un enfoque alternativo podría consistir en el establecimiento de límites específicos (no necesariamente en términos de número de páginas) a ciertas secciones del folleto, especialmente, la divulgación de riesgos sólo debería incluir los riesgos clave concretos más relevantes para los emisores.

.- Responsabilidad y sanciones.

La CE constata la necesidad de una mayor armonización de la responsabilidad del folleto y las sanciones en la UE. La Directiva establece la responsabilidad general por la emisión del folleto y la no responsabilidad sobre la base del resumen, incluida cualquier traducción de la misma, a menos que sea engañosa, inexacta, o incoherente en relación a las demás partes del folleto. La CE considera que, siguiendo la modificación de la Directiva de transparencia y la regulación de MiFID II, deberían definirse con mayor precisión los tipos de infracciones y sanciones que los Estados miembros y sus autoridades competentes deben tener la facultad de imponer; como mínimo, se debería regular las circunstancias a tener en cuenta para la aplicación de esas sanciones, las medidas relativas a la publicación de las sanciones y los mecanismos que permitan a la comunicación de posibles infracciones (*whistleblowers*).

3. Proceso de aprobación de los folletos.

.- Mayor racionalización del proceso de aprobación por las autoridades nacionales.

Los procesos de aprobación de los folletos son distintos en cada Estado miembro. La CE plantea si se debería garantizar la igualdad de condiciones del proceso de aprobación en todos los Estados miembros, en particular, pero no limitado a, los métodos de examen de las autoridades competentes antes de la aprobación del folleto. La CE considera que hay margen de mejora para que este proceso sea más transparente y más flexible para los emisores que buscan reaccionar rápidamente a las oportunidades del mercado, por ejemplo, publicando el primer proyecto de folleto presentado y permitiendo explícitamente al emisor llevar a cabo ciertas actividades de *marketing* en el período comprendido entre la primera presentación de un proyecto de folleto y la aprobación de su versión final. Además, la decisión de admitir valores a cotización en un mercado regulado actualmente es distinta de la decisión de aprobación del folleto exigible para tal admisión y suelen ser tomada por distintas

autoridades. La CE solicita que se evalúe en beneficio de que ambas decisiones las tome la misma autoridad con el fin de simplificar el proceso.

.- La ampliación de la utilización del folleto base.

El procedimiento de aprobación de un folleto base es más flexible que el régimen de aprobación de un folleto estándar pero la opción de elaborar un folleto base actualmente sólo está disponible para los valores no participativos emitidos conforme a un programa de oferta (en cuyo caso, el folleto de base sigue siendo válido para un período de hasta 12 meses) o *mortgage bonds* emitidos de manera continua o reiterada por entidades de crédito (en cuyo caso sigue siendo válido hasta que los valores en cuestión dejen de ser emitidos). La CE solicita opiniones sobre la posibilidad de ampliar los supuestos de utilización del folleto base a más emisores y más tipos de emisiones, extender su validez más allá de un año, y diseñar el folleto base como documento separado (por ejemplo un tríptico) si existe un documento de registro.

.- Aprobación separada del documento de registro, la nota de valores y el resumen. ("régimen tripartito")

El "régimen tripartito", es decir, la aprobación por separado de un documento de registro, una nota de valores y un resumen proporciona una mayor flexibilidad a los emisores. La CE solicita opiniones sobre la utilización de este régimen y posibles mejoras que se podrían introducir.

.- Revisión de la determinación del Estado miembro de origen para emisiones de valores no participativos.

Los emisores de valores no participativos cuya denominación por unidad ascienda por los menos a 1.000 euros pueden elegir el Estado miembro de origen de entre el del domicilio social, aquel en que los valores hayan sido admitidos o vayan a admitirse a cotización o donde los valores se oferten al público. Esta posibilidad de elegir la autoridad competente para la aprobación del folleto (que no existe cuando el valor por unidad es inferior a 1.000 euros en cuyo caso el Estado miembro es el del domicilio social del emisor) da lugar a una complejidad innecesaria y produce una divergencia en la supervisión. La CE solicita la opinión de la industria sobre este régimen dual construido en torno al umbral de 1.000 euros para el valor nominal unitario.

.- Sistema totalmente electrónico para la presentación y publicación de los folletos.

Todavía no existe un sistema totalmente electrónico de presentación y publicación de folletos. La CE plantea si sería beneficiosa la creación de una base de datos única que operaría como un punto de entrada único para inversores y emisores en todos los Estados miembros de la UE, ello sin perjuicio de la obligación de los emisores de facilitar una copia en papel de forma gratuita a petición de los inversores con el fin de no crear una situación discriminatoria entre los inversores. En cuanto a la presentación de folletos y su accesibilidad por inversores de otro Estado miembro, la Directiva de transparencia revisada en 2013 creó un portal web, operado por la ESMA, que sirve como un punto de acceso electrónico europeo a la información regulada de los emisores que cotizan en mercados regulados. Este punto de acceso, que comenzará a funcionar en 2018, estará interconectado con los Mecanismos designados oficialmente en cada Estado miembro para el almacenamiento central de la información regulada.

.- La equivalencia de los regímenes de terceros países.

No existe actualmente un régimen de equivalencia para folletos emitidos en terceros países sino que las autoridades competentes hacen una evaluación caso por caso de los folletos. La CE propone que podría adoptar la decisión de equivalencia para cada tercer país cuando los requisitos del régimen de folletos del tercer país fueran equivalentes a los de la Directiva de la Directiva de folletos, siempre que lograsen el mismo resultado en términos de protección de los inversores.

3. Solicitud de comentarios

El período de consultas finaliza el **13 de mayo de 2015**.

Las partes interesadas están invitadas a enviar sus respuestas a las preguntas de este Libro Verde a través del cuestionario *on line* que pinchando [aquí](#).

Asimismo, se solicita la remisión de una copia de la contestación a la dirección de la CNMV que se indica a continuación:

Dirección de Relaciones Internacionales
c/ Edison 4
28006 Madrid

Documentosinternacional@cnmv.es