



Mercados de Capitales

Abril 2016

Propuesta de la Comisión Europea de Nuevo Reglamento de Folletos

I. INTRODUCCIÓN

Con el propósito de realizar un avance significativo en la unión y armonización de los mercados de capitales dentro de la Unión Europea (la “UE”), la Comisión Europea llevó a cabo una revisión de la *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* (la “**Directiva de Folletos**”). Esta revisión culminó con la adopción y publicación, en noviembre de 2015, de la [Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores](#) (el “**Proyecto de Reglamento**”), que tras el correspondiente proceso legislativo y su eventual aprobación, sustituirá la Directiva de Folletos junto con su normativa complementaria, incluyendo el actual reglamento de folletos (Reglamento (CE) Nº 809/2004).

El Proyecto de Reglamento tiene como principal objetivo la simplificación de los trámites administrativos necesarios para la elaboración de folletos y ahorrar costes, facilitando de esta manera la captación de capital por parte de las empresas en los mercados. Para ello, y con la intención de adaptar las normas de divulgación de información a las necesidades concretas de cada tipo de emisor, el Proyecto de Reglamento sobre folletos se centra fundamentalmente en (i) PYMEs; (ii) emisores frecuentes de valores; (iii) emisores de valores no participativos (valores de deuda); y (iv) emisores secundarios.

Al mismo tiempo, se pretende convertir el folleto en una herramienta de divulgación más relevante para potenciales inversores y alcanzar una mayor convergencia entre la normativa de la UE sobre folletos y otras normas de la UE sobre divulgación de información (ej. la denominada Directiva sobre Transparencia¹ y el Reglamento de los productos financieros conocidos como PRIIPS²).

Con el objetivo de garantizar una mayor armonización normativa y, en consecuencia, un mejor funcionamiento del mercado interior, se optó por la vía del reglamento. Dado que el reglamento es directamente aplicable, se reducirá en gran medida la fragmentación existente hasta el momento causada por las divergencias a la hora de transponer la Directiva de Folletos en los diferentes Estados miembros de la UE. Asimismo, una norma unitaria facilitará tanto la captación como la inversión transfronterizas de capital, garantizando a emisores e inversores el conocimiento y cumplimiento de la normativa aplicable para cualquier supuesto.

¹ *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.*

² *Reglamento (UE) nº 1286/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de noviembre de 2014, sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista vinculados y los productos de inversión basados en seguros.*

II. PRINCIPALES NOVEDADES

a) *Ampliación de la exención de publicar un folleto*

En lo que respecta al régimen de exenciones de la obligación de publicar un folleto, la principal novedad consiste en excluir del ámbito de aplicación de la norma y, por tanto, de la obligación de elaborar y publicar un folleto, a aquellas ofertas públicas de valores cuyo importe total en la UE sea **inferior a 500.000 euros** (calculado durante un periodo de 12 meses). La exención se basa en que los costes de elaboración del folleto en tales casos serían desproporcionados en relación con los ingresos derivados de la oferta. El Proyecto de Reglamento elevaría así el umbral que la Directiva de Folletos fija en 100.000 euros. Adicionalmente se concede cierta discrecionalidad a los Estados miembros de la UE para que puedan fijar en su legislación nacional, un umbral comprendido entre **500.000 euros y 10.000.000 euros**, hasta el cual estarán exentas de la obligación de publicar un folleto aquellas ofertas de valores que se realicen únicamente en dicho Estado miembro.

Otra importante modificación del Proyecto de Reglamento afecta a la actual exención de publicación de folleto para la admisión a negociación de acciones que representen, durante un período de 12 meses, menos del 10% del número de acciones de la misma clase ya admitidas a negociación en el mismo mercado regulado. El Proyecto de Reglamento no solamente **eleva el umbral de la exención al 20%** sino que también **extiende su ámbito de aplicación a cualesquiera “valores fungibles”**, mientras que la Directiva de Folletos restringe la exención únicamente a las acciones. Así se desprende de esta nueva acepción (“valores fungibles”) y, por tanto, los valores de deuda (valores no participativos) podrán en principio acogerse también a la exención siempre que, obviamente, además del requisito de volumen (menos del 20%) se cumplan los restantes, tales como la **fungibilidad** y la negociación en un mercado regulado.

No obstante, el Proyecto de Reglamento introduce la posibilidad de elaborar un folleto con carácter voluntario en aquellos casos en que la oferta pública de valores o su admisión a negociación quede fuera del ámbito de aplicación de la norma. El **folleto voluntario**, una vez aprobado por la autoridad estatal competente, otorgará los mismos derechos y obligaciones que el folleto obligatorio, quedando sujeto a todas las disposiciones que regulan este último.

b) *Nota de síntesis (resumen)*

El Proyecto de Reglamento aumenta las limitaciones a la nota de síntesis (resumen), que deberá tener una **longitud máxima de 6 caras** de papel tamaño “A4” una vez impresa. Respecto a su contenido, se introducen una serie de subsecciones que deberán incluirse dentro de cada una de las cuatro secciones principales, pudiendo añadir el emisor otras subsecciones si lo considera necesario. En este sentido se mantiene, no obstante, el régimen de responsabilidad recogido en la Directiva de Folletos, de manera que el contenido de la nota de síntesis deberá ser **exacto, imparcial, claro, no engañoso y coherente** con el resto del folleto.

c) *Documento de registro universal*

El Proyecto de Reglamento introduce la figura del documento de registro universal. Éste podrá ser elaborado, en cada ejercicio económico, por todo emisor con domicilio social en un Estado miembro de la UE, cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado regulado o en un sistema multilateral de negociación. Una vez que la autoridad nacional competente haya aprobado **durante 3 años consecutivos** los respectivos documentos de registro universal de un emisor, éste será considerado **emisor frecuente** y podrá presentar los sucesivos **sin necesidad de aprobación previa**³ por parte de la autoridad competente que, no obstante, podrá realizar un control *a posteriori* de los documentos de registro.

Además, los emisores frecuentes podrán beneficiarse del **procedimiento de aprobación acelerado de folletos**. Así, una vez publicado el principal componente del folleto (el documento de registro universal), la autoridad competente deberá examinar y aprobar el resto de documentos (nota de valores y nota de síntesis) en un plazo de **5 días hábiles** frente al plazo general de 10 días hábiles. Ello permitiría a los emisores aprovechar con más rapidez las oportunidades de captación de capital («ventanas de mercado»). Finalmente, se permite a los

emisores frecuentes que se entienda cumplida la obligación de publicar la información financiera anual y semestral mediante su integración en el documento de registro universal, siempre que éste se haga público dentro de los 4 meses siguientes al cierre del ejercicio o dentro de los 3 meses siguientes al final del primer semestre del ejercicio económico, respectivamente.

d) Folleto de base

El régimen del folleto de base también experimenta modificaciones y, así, podrá elaborarse para **cualquier tipo de valores no participativos** (valores de deuda). Además se recoge la posibilidad de elaborar el folleto de base en varios documentos separados (el denominado «**folleto tripartito**»), en cuyo caso, la nota de síntesis del folleto de base, que será particular para cada emisión, solamente tendrá que elaborarse cuando se aprueben o presenten las correspondientes condiciones finales.

e) Menores obligaciones de divulgación de información para emisores ya cotizados y PYMEs

Se establecen dos regímenes simplificados o reducidos de divulgación de información, uno para las emisiones secundarias y otro para las PYMEs:

- **Emisiones secundarias.** Al primero de los regímenes simplificados podrán someterse tanto los emisores cuyos valores estén ya admitidos a negociación en un mercado regulado o en un «mercado de PYMEs en expansión»⁴ durante al menos 18 meses, cuando emitan más valores de la misma clase, como los oferentes de dichos valores. El folleto elaborado con arreglo a este régimen contendrá la **información financiera solamente del último ejercicio económico**.
- **PYMEs.** El Proyecto de Reglamento amplía la definición de PYME mediante la incorporación de las empresas con una capitalización de mercado media inferior a **200 millones de euros** (en la Directiva de Folletos, 100 millones de euros). A este régimen específico de información reducida podrán acogerse en el caso de ofertas públicas de valores, únicamente aquellas PYMEs que no tengan valores admitidos a negociación en un mercado regulado. En este caso, el esquema del folleto se ajustará tanto al tamaño de la empresa como a la antigüedad de su historial. Las PYMEs que se acojan a este régimen podrán optar por elaborar su **folleto en formato cuestionario**, con un texto normalizado que deberá completar el emisor.

f) Eliminación de la exención de publicar un folleto en ofertas de valores de deuda con valor nominal unitario igual o superior a 100.000 euros.

La Directiva de Folletos, tratando de incentivar las emisiones de valores no participativos (valores de deuda) con un valor nominal unitario igual o superior a 100.000 euros, otorga a estas emisiones un trato favorable. En este sentido, las ofertas de este tipo de valores no se consideran ofertas públicas de valores y, por tanto, no existe la obligación de publicar un folleto con carácter previo a la realización de la oferta de los valores.

Como el propio Proyecto de Reglamento señala, esta exención ha podido crear ciertas distorsiones en los mercados europeos de valores de deuda. Por ello, el Proyecto de Reglamento prevé eliminarla y así las ofertas de valores cuyo valor nominal unitario sea igual o superior a 100.000 euros **necesitarán la elaboración y publicación de un folleto**. Según el propio Proyecto de Reglamento también indica, el objetivo de la eliminación de esta exención es suprimir una de las barreras identificadas a la liquidez secundaria en los mercados de valores de deuda europeos.

³ Si en un ejercicio económico posterior el emisor omite la presentación del documento de registro universal, perderá el derecho a presentarlo en el futuro sin aprobación previa.

⁴ Según se define en el artículo 4, apartado 1, punto 12, de la Directiva 2014/65/UE.

Asimismo, el Proyecto de Reglamento unifica los requisitos mínimos de información para los folletos relativos a valores no participativos, eliminando el actual modelo dual que diferencia entre las inversiones destinadas exclusivamente a inversores cualificados y las destinadas a inversores no cualificados.

g) Factores de riesgo

Respecto a los factores de riesgo, el Proyecto de Reglamento establece que éstos deberán limitarse a los riesgos específicos del emisor y/o de sus valores que sean **relevantes** y estén refrendados por el contenido del folleto, evitando los factores de riesgo genéricos. Además, deben agruparse en **no más de tres categorías** basadas en criterios de importancia, teniendo en cuenta la probabilidad de que se materialicen y la eventual gravedad de sus efectos negativos.

Aunque no puede determinarse el alcance práctico que tendrá este nuevo esquema para los factores de riesgo, *a priori* sí parece separarse en cierta medida de la práctica empleada en los folletos internacionales (*international offering memorandum*) preparados de conformidad con la normativa de EE.UU. (ej. *Rule 144A/Regulation S*), muy utilizados también en Europa para la colocación de valores a inversores cualificados.

Es bastante habitual que en ofertas multijurisdiccionales de valores, además de utilizar este tipo de folletos internacionales para la colocación de los valores entre inversores cualificados, se registre un folleto –es decir, exista oferta pública de valores– en el organismo supervisor del correspondiente Estado miembro de la UE. En estos casos, anticipamos que este nuevo esquema para los factores de riesgo podría, en un futuro, provocar **dificultades de concordancia** entre los factores de riesgo incluidos en el folleto registrado en la autoridad supervisora y los riesgos recogidos en el folleto internacional, mucho más exhaustivo, comprensivo y “cauteloso” en cuanto a la inclusión y extensión de los factores de riesgo se refiere. En la preparación de este tipo de folletos internacionales, la práctica de mercado “persigue” que **cualquier factor de riesgo** que pueda, eventualmente, provocar en un futuro un «**impacto sustancial negativo**» en el emisor (o en los valores) se incluya en el folleto por muy genérico o improbable que, en principio, pueda parecer.

h) Incorporación por referencia de documentos en el folleto

La principal novedad del Proyecto de Reglamento en lo relativo a la incorporación por referencia consiste en la **ampliación del ámbito de documentos**, cuya información es posible incorporar (total o parcialmente) al folleto de esta forma, es decir, sin incluir “físicamente” el documento. Para ello se requiere que dicha información haya sido publicada, previa o simultáneamente, por vía electrónica y cumpla el régimen lingüístico del Proyecto de Reglamento.

i) Publicación del folleto

Por considerarse vías en desuso, se eliminan dos de las opciones de publicación del folleto establecidas en la Directiva de Folletos: la inserción en un periódico y la puesta a disposición del folleto impreso en la sede social del emisor. De esta forma, el folleto se considerará puesto a disposición del público, únicamente, cuando se publique en **formato electrónico** en la página web del emisor, oferente o persona que solicite la admisión a negociación, o bien de los intermediarios financieros o del mercado regulado para el que se solicite la admisión a negociación u operador del sistema multilateral de negociación. No obstante, se mantiene la obligación de entregar una copia gratuita e impresa del folleto a cualquier persona física o jurídica que así lo solicite. Los folletos deben permanecer a disposición del público al menos 10 años desde su publicación.

Está previsto que ESMA (*European Securities and Markets Authority*) cree en su página web una base de datos gratuita y con funciones de búsqueda en la que se publicarán todos los folletos remitidos por las autoridades competentes de los distintos Estados miembros de la UE. Así, los inversores contarán con un punto de acceso centralizado a todos los folletos aprobados en la UE, facilitando su accesibilidad y reduciendo en gran medida los costes de búsqueda a los que podían verse sometidos.

j) Sanciones

El Proyecto de Reglamento establece una **armonización de las sanciones y medidas administrativas**. Así, se recogen una serie de supuestos de infracción ante las que la autoridad competente de cada Estado miembro estará facultada para adoptar medidas e imponer sanciones administrativas.

Por último, se enumeran una serie de medidas y sanciones administrativas mínimas que las autoridades competentes deberán poder adoptar en caso de infracción, sin perjuicio de que los Estados miembros puedan establecer sanciones administrativas más severas o sanciones penales de conformidad con su Derecho nacional.

III. ENTRADA EN VIGOR

Actualmente, el Proyecto de Reglamento está en proceso de debate y revisión por el Parlamento Europeo y el Consejo que continuará a lo largo de 2016. Asimismo, la Comisión Europea deberá adoptar una serie de actos delegados y ESMA elaborará una serie de directrices relativas a ciertas disposiciones del texto.

La entrada en vigor del nuevo reglamento sobre folletos se producirá 20 días después de su publicación en el Diario Oficial de la Unión Europea. Sin embargo, no será aplicable hasta que transcurran 12 meses desde su entrada en vigor. De esta forma, la aplicabilidad del nuevo reglamento, previsiblemente, no tendría lugar hasta al menos la segunda mitad de 2017.

Para cualquier cuestión puede ponerse en contacto con las siguientes personas:

Francisco Palá

fpala@ramoncajal.com

Tel: (+34) 917 812 024

Carlos Lao

clao@ramoncajal.com

Tel: (+34) 917 812 020

Andrés Mas

amas@ramoncajal.com

Tel: (+34) 917 812 024

Cristina Vidal

cvidal@ramoncajal.com

Tel: (+34) 917 812 020



www.ramonycajalabogados.com	Almagro, 16-18 28010 Madrid Tel: (+34) 915 761 900 Fax: (+34) 915 758 678	Caravel•La La Niña, 12, 6ª planta 08017 Barcelona Tel: (+34) 934 947 482 Fax: (+34) 934 196 290	Emilio Arrieta, 6 1º Derecha 31002 Pamplona Tel: (+34) 948 221 601
--	--	--	--

© 2015 Ramón y Cajal Abogados, S.L.P.

En cumplimiento de la Ley 34/2002, de 11 de julio, de Servicios de la Sociedad de la Información y de Comercio Electrónico y la Ley Orgánica 15/1999, de 13 de diciembre, de Protección de Datos de Carácter Personal, usted queda informado y entendemos que presta su consentimiento expreso e inequívoco a la incorporación de sus datos, identificativos y de contacto -dirección, teléfono y dirección de correo electrónico-, en un fichero de datos personales cuyo responsable es Ramón y Cajal Abogados, S.L.P. con domicilio social en calle Almagro, 16-18, 28010-Madrid (España) con la finalidad de remitirle por correo postal y/o electrónico, las publicaciones de Ramón y Cajal Abogados, S.L.P. e informarle de los distintos servicios ofrecidos por ésta.

Entendemos que consiente dicho tratamiento, salvo que en el plazo de treinta días desde la recepción de esta comunicación electrónica nos indique lo contrario a través de la dirección de correo electrónico ramoncajal@ramoncajal.com, donde podrá ejercitar sus derechos de acceso, rectificación, cancelación y oposición. También podrá ejercer sus derechos precitados dirigiéndose por escrito a nuestro Departamento de Marketing, calle Almagro, 16-18, 28010-Madrid (España).