



La revisión de la Directiva de folletos como prioridad de la Comisión Europea para la construcción de una unión de mercados de capitales. Marzo 2015.

La Comisión Europea (en adelante CE) ha publicado a consulta, con fecha 18 de febrero de 2015, un documento (libro verde o *Green paper*) sobre su proyecto de crear una Unión de Mercados de Capitales o *Capital Markets Union* (en adelante CMU) para los 28 Estados miembros de la Unión Europea (en adelante UE). La CE propone, para avanzar hacia el CMU, un conjunto de actuaciones a corto plazo entre las que destacan la publicación simultánea de dos consultas públicas específicas: una, sobre la revisión de la Directiva de folletos y, la segunda, sobre un marco europeo para una titulización de alta calidad, con el objetivo de promover la integración de los mercados financieros de la UE, diversificar las fuentes de financiación y desbloquear el acceso al capital.

La consulta pública sobre la revisión de la Directiva de folletos pretende que el folleto, como requisito para que una empresa que busca financiación realice una oferta pública o solicite la admisión a negociación en un mercado regulado, no constituya una barrera para el acceso de las empresas a los mercados de capitales. Para ello, es necesario que exista un “*level playing field*” de forma que las empresas puedan acceder a los mercados de capitales a costes razonables y manteniendo los adecuados niveles de protección de los inversores en toda la UE. La consulta, con la intención de reducir las cargas administrativas, revisa los supuestos de obligatoriedad del folleto, la información que un folleto debe contener y las posibilidades de simplificar la información, y el procedimiento de autorización.

La Directiva 2003/71/CE sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores (la Directiva de folletos) fue revisada en el 2010 para aumentar la protección de los inversores (mejor calidad de la información pública y más comparabilidad a través del resumen del folleto) y reducir las cargas administrativas para ciertos emisores (PYME y empresas de baja capitalización). No obstante, el actual marco legal presenta algunas deficiencias en algunos casos fruto de la discrecionalidad y de la diferente aplicación de la normativa por los Estados miembros. La revisión de la Directiva debería reflejar tanto la evolución del mercado como las novedades regulatorias introducidas por la MiFID II, como los sistemas de negociación multilateral (SNM), el “mercado de PYME en expansión”, o los sistemas organizados de contratación (SOC), y en el Reglamento sobre productos de inversión minorista estructurados y productos de inversión basados en seguros o *Packaged Retail and Insurance-based Investment Products* (PRIIPs) que regula los Documentos de Información Fundamental (DIF) o *Key Information Documents* (KIDs).

1. Revisión de los supuestos de obligatoriedad del folleto.

Si se pretende aumentar el número de emisiones sin folleto debería revisarse el umbral de 5.000.000 euros por debajo del cual los Estados miembros gozan de discrecionalidad para pedir o no la publicación de folleto en cierto tipo de ofertas teniendo en cuenta las nuevas formas de captación de ahorro como el *crowdfunding*. También debería aumentarse el número de “emisiones secundarias” de valores (ofertas posteriores a otras de la misma clase admitidas a negociación en un mercado regulado) exoneradas de la obligación de publicar un

folleto, por ejemplo, en el supuesto en el que haya un folleto aprobado para una misma clase de acciones en un cierto periodo de tiempo anterior. Asimismo se propone la exoneración de la obligación de publicar un folleto para la emisión de ciertos tipos de Fondos de Inversión Alternativo (FIA) de tipo cerrado sujetos a la obligación de elaboración de un DIF (Reglamento PRIIPS) y para las ofertas realizadas por empresas establecidas fuera de la UE a sus empleados en la UE.

Los SMN deberían ser incluidos en el ámbito de aplicación de la Directiva de folletos, al igual que ha ocurrido en MiFID II y MAR (*Market Abuse Regulation*). También debería buscarse un equilibrio entre la exoneración de folleto para emisores de títulos de deuda con una alta denominación por unidad (100.000 euros) y la liquidez en los mercados de deuda.

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

Algunos emisores (PYME y empresas de capitalización reducida) pueden publicar folletos simplificados con información más reducida pero su utilización práctica ha sido escasa hasta la fecha. Los “mercados de PYMES en expansión” podrían también beneficiarse si se extendiera el régimen de folleto simplificado; para ello, la definición de empresas de capitalización reducida debería ser alineada con la definición de PYME.

La flexibilización del mecanismo de "incorporación por referencia" facilitaría la elaboración del folleto y se plantea su extensión a otro tipo de información regulada. Se plantea, por un lado, la consideración de la necesidad de suplementos al folleto para la divulgación de información privilegiada y, por otro lado, la reevaluación de los objetivos del resumen del folleto y el estudio de posibles superposiciones con el DIF requerido por el Reglamento PRIIPS. Asimismo, se propone el estudio de la imposición de límites para evitar que los folletos sean excesivamente largos, y una mayor armonización y concreción de las responsabilidades y sanciones por la emisión del folleto.

3. Proceso de aprobación de los folletos.

Se propone mayor racionalización del proceso de aprobación por las autoridades nacionales, tomando como punto de partida la garantía de un “*level playing field*” en todos los Estados miembros. Además, el proceso debería ser más transparente y flexible permitiendo ciertas actividades de marketing desde la presentación del primer proyecto, y sería conveniente que la misma autoridad que aprueba el folleto de admisión adopte la decisión de admisión a negociación. También se propone la ampliación de la utilización del folleto base (cuyo procedimiento de aprobación es más flexible que el del folleto estándar), y se solicita la opinión sobre la aprobación separada del documento de registro, la nota de valores y el resumen del folleto (“régimen tripartito”).

Se plantea la revisión de la determinación del Estado miembro de origen para emisiones de valores no participativos, y la adopción de un sistema totalmente electrónico para la presentación y publicación de los folletos. 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 cotizados que estará interconectado con los mecanismos designados oficialmente en cada Estado miembro. Por último, se plantea la adopción de un régimen general de equivalencia para folletos emitidos en terceros países.

Links de interés:

[Documento a consulta de la Comisión Europea sobre la revisión de la Directiva de folletos](#)

[Documento a consulta sobre el Libro verde de la Comisión Europea para la construcción de una Unión del Mercado de Capitales en la UE](#)