

## ANÁLISIS DEL 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

### Análisis del 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

El Reglamento de Folletos se encuadra dentro del ambicioso proyecto de la Unión de Mercado de Capitales que persigue, entre otros objetivos, una mayor armonización de la normativa aplicable en los Estados miembros. Con su aprobación se busca también renovar las normas establecidas en la Directiva 2003/71/CE (que deroga) sobre el folleto que debe elaborarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado y que la Directiva 2010/73/UE modificó con el objeto de hacer más accesibles y eficientes los mercados financieros y reducir la carga administrativa de los emisores, aunque con relativo éxito. Para ello, el Reglamento introduce modificaciones de mayor calado sobre el contenido del folleto y crea nuevas figuras como el documento de registro universal o el folleto de la Unión de crecimiento, si bien hasta julio de 2019 la mayoría de sus disposiciones no resultarán de aplicación.

#### PALABRAS CLAVE

Folleto, Oferta Pública, Admisión, Exenciones y Factores de riesgo.

### Analysis of Regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market, and repealing Directive 2003/71/EC

The Prospectus Regulation approval is part of the Capital Markets Union project which, among other goals, seeks to harmonise Member States' legislation on these matters. The Regulation also seeks to renew the rules set out in Directive 2003/71/EC (repealed by the Regulation) on the prospectus to be drawn up when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market and that Directive 2010/73/EU amended to make capital markets more efficient and accessible and to reduce administrative burdens for issuers, although with only relative success. In light of this, the Regulation makes more significant changes to the content of prospectuses and introduces the universal registration document and the EU growth prospectus, although most provisions will not apply until July 2019.

#### KEY WORDS

Prospectus, Public Offer, Listing, Exemptions and Risk Factors.

Fecha de recepción: 29-5-2017

Fecha de aceptación: 15-9-2017

El 30 de junio de 2017 se publicó el Reglamento (UE) 1129/2017 del Parlamento Europeo y del Consejo, 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 (el «Reglamento»).

La aprobación del Reglamento se encuadra dentro del proceso de creación de la Unión de Mercados de Capitales, según se recoge en la Comunicación de la Comisión, denominada *Plan de acción para la creación de un mercado de capitales*, de 30 de septiembre de 2015, y cuyos objetivos se pueden resumir en ayudar a las empresas a acceder a una mayor diversidad de fuentes de capital de cualquier lugar de la Unión Europea, fomentar un funcionamiento más eficaz de los mercados y ofrecer a los inversores y a los ahorradores oportunidades adicionales de rentabilizar su dinero con el fin de promover el crecimiento y crear empleo.

Con el Reglamento se busca dar un paso más en la armonización y aplicación homogénea a lo largo de

la Unión de la normativa en materia de folletos, ofertas públicas de valores y su admisión a negociación, al tiempo que acometer eficazmente los objetivos que no logró la Directiva 2010/73/UE que modificó la Directiva 2003/71/CE para aligerar los requerimientos administrativos y facilitar el acceso a los mercados de capitales para las empresas de reducido tamaño. Con el paso de los años se ha visto que las medidas aprobadas fueron insuficientes.

Para ello, el Reglamento incorpora novedades tanto en lo que respecta al contenido del folleto (especialmente en lo que afecta a la nota de síntesis y los factores de riesgo) y crea nuevos tipos de folleto como el folleto de crecimiento de la Unión o el documento de registro universal, de manera que tras la aprobación del Reglamento existen cinco tipos diferentes de folletos (folleto normal, folleto de mayorista para valores no participativos, folleto de base, folleto simplificado para emisiones secundarias y folleto de la Unión de crecimiento).

No obstante, aún están pendientes de aprobación numerosas normas de desarrollo a las que se remite continuamente en el Reglamento, que únicamente establece unos anexos que serán el marco de dichos desarrollos delegados, y en los cuales se podrá apreciar el verdadero alcance de la reforma.

Aunque la mayoría de las disposiciones del Reglamento no resultarán de aplicación hasta julio de 2019, desde julio de 2017 y a partir de julio de 2018 sí resultan de aplicación determinadas excepciones a la obligación de publicar un folleto de interesante utilidad práctica (véanse los apartados 1.2, 1.3 y 8).

## 1 · ÁMBITO DE APLICACIÓN Y EXENCIONES A LA OBLIGACIÓN DE PUBLICAR UN FOLLETO DE OFERTA PÚBLICA O ADMISIÓN A NEGOCIACIÓN

### 1.1 · Ofertas de reducido tamaño

El Reglamento reduce a un millón de euros (de los cinco millones actuales) el límite máximo de la oferta dentro de la Unión excluido del ámbito de aplicación del Reglamento (norma que en la transposición que se hizo en España de la Directiva 2003/71/CE se estableció como supuesto no constitutivo de *oferta pública*). El motivo —evidente— es que en ofertas de tan reducido tamaño, los costes asociados a la elaboración de un folleto resultan desproporcionados para los ingresos derivados de la oferta.

Adicionalmente se permite a los Estados miembros ampliar el mencionado límite hasta los ocho millones de euros. No obstante, dichas ofertas públicas de valores exentas no podrán acogerse al régimen de pasaporte para la realización de ofertas transfronterizas en otros Estados de la Unión.

Asimismo, los Estados miembros pueden establecer otros requisitos de divulgación, que no deben constituir una *carga desproporcionada* o *innecesaria* en relación con dichas ofertas de valores (este último aspecto es más bien una declaración de voluntad contenida en los considerandos del Reglamento).

Resulta cuestionable a la luz de los objetivos del Reglamento (entre otros, armonizar el régimen aplicable, acercar el acceso a los mercados de valores a pequeñas empresas y facilitar las operaciones transfronterizas) la oportunidad de reducir un límite mínimo que ya podía considerarse bajo para los estándares de los mercados de valores (y que de hecho en 2010 se había incrementado de dos millones y medio a cinco millones de euros), dando a los Estados miembros la posibilidad de modificarlo,

posibilitando así la existencia de regímenes diferenciados y restringir en ese caso su uso transfronterizo.

Adicionalmente, y solo para *entidades de crédito*, se prevé una excepción para la oferta o admisión en un mercado regulado de instrumentos de *deuda* por un importe inferior a *75 millones de euros*, calculados en un periodo de 12 meses. Dichos instrumentos deberán ser *deuda plain vanilla*, es decir, no subordinada, convertible o canjeable, y sin derecho a suscribir o adquirir otros tipos de valores o estar ligada a un instrumento derivado.

### 1.2 · Admisión de valores fungibles con otros ya admitidos a negociación

Se exceptúa la obligación de publicar un folleto para la admisión a cotización en un mercado regulado de valores fungibles con valores ya admitidos a cotización, siempre que representen, a lo largo de un periodo de 12 meses, menos del 20 % del volumen de valores ya admitidos a cotización en el mismo mercado regulado.

El Reglamento amplía tanto el porcentaje (del 10 % al 20 %) como el ámbito de aplicación (cualesquiera valores fungibles con valores ya admitidos a negociación —cuando la norma previa solo hacía referencia a acciones—). Se facilita así la realización de colocaciones aceleradas en primario bajo la modalidad de *accelerated bookbuilt offer*, *taps* de deuda institucional u otras operaciones corporativas que impliquen la emisión de nuevos valores.

No obstante, sigue sin preverse, y quizás sería deseable, una ampliación de la excepción cuando se supere ese porcentaje y haya un muy reducido número de suscriptores, situación que se da habitualmente en operaciones de reorganización societaria o refinanciaciones que implican aportaciones (no dinerarias o mediante compensación de créditos) que requieren el consiguiente aumento de capital, para cuya admisión a negociación es preciso un folleto completo con la consiguiente carga administrativa, incremento de costes y retraso en la ejecución de la operación (especialmente sensible en el caso de refinanciaciones).

### 1.3 · Novedades en materia de valores convertibles / canjeables

En relación con la excepción descrita en el apartado 1.2 anterior, no será necesaria tampoco la elabora-

ción de un folleto para la admisión a negociación en un mercado regulado de acciones resultantes de la conversión o canje de otros valores, o del ejercicio de los derechos conferidos por otros valores, siempre que sean de la misma clase que las acciones ya admitidas a cotización en el mismo mercado regulado y que las nuevas acciones representen, a lo largo de un periodo de 12 meses, menos del 20 % del volumen de acciones de la misma clase ya admitidas a cotización en el mismo mercado regulado.

En buena lógica, esta excepción no puede acumularse con la descrita en el apartado 1.2 si ello pudiera llevar a la admisión, durante un periodo de 12 meses, de más del 20 % del volumen de acciones ya admitidas a cotización en el mismo mercado regulado sin haberse publicado un folleto.

Merece la pena recordar que anteriormente no existía tal límite, siendo posible para un emisor emitir un instrumento convertible sin folleto (al amparo de alguna de las excepciones para que no se considerase oferta pública) para el que no se solicitase su admisión a negociación y, en la conversión, obtener la admisión automática de las acciones, sorteando así el límite del 10 % de la excepción para la admisión de nuevas acciones. Esta posibilidad está permitida por la norma y reconocida por la European Securities and Markets Authority (ESMA), si bien en su Q&A sobre Folletos se pronunciaba al respecto haciendo una llamada a los reguladores nacionales a monitorizar el mercado y evitar el abuso de esta norma («*If an issuer should abuse this exemption, then competent authorities are free to take enforcement actions, were appropriate, or cancel the transactions*»).

El referido límite del 20 % no resultará de aplicación en los siguientes supuestos: (i) cuando se haya elaborado un folleto para la oferta o admisión de los valores convertibles; (ii) cuando los valores convertibles hayan sido emitidos antes del 20 de julio de 2017; (iii) en el caso de *entidades de crédito o empresas de servicios de inversión*, cuando las acciones se consideren elementos del capital de nivel 1 ordinario y procedan de la conversión de instrumentos de capital de nivel 1 adicional de dicha entidad debido a una circunstancia desencadenante con arreglo al artículo 54.1.a) del Reglamento (UE) n.º 575/2013 (CRR); y (iv) para *entidades aseguradoras*, cuando las acciones se consideren fondos propios admisibles o fondos propios básicos admisibles y resulten de una conversión efectuada a fin de cumplir con los requisitos de capital de solvencia obligatorio y de capital mínimo obligatorio o

con el requisito de solvencia de grupo establecidos en la Directiva 2009/138/CE.

#### 1.4 · Ofertas a empleados

En relación con la exención a la obligación de publicar un folleto en ofertas de valores a administradores y empleados, se elimina la obligación de que la sociedad tenga su sede principal o su domicilio social en la Unión.

### 2 · RÉGIMEN SIMPLIFICADO PARA EMISIONES SECUNDARIAS

La Directiva 2010/73/UE y el Reglamento Delegado 486/2012 ya establecieron unos regímenes proporcionados de información para las emisiones de derechos (*rights issues*) y para pymes y empresas con reducida capitalización. No obstante, los requisitos de información continuaban siendo sustancialmente similares, lo que no representó el ahorro de los costes administrativos que buscaba, siendo su uso muy limitado en la práctica.

En esta misma línea, el Reglamento establece un nuevo régimen simplificado para *emisiones secundarias* (según dice el artículo 14) al que podrán acceder (i) los *emisores* cuyos valores hayan sido admitidos a cotización en un mercado regulado o en un mercado de pymes en expansión de forma continuada durante al menos los 18 meses anteriores, cuando emitan valores fungibles con valores emitidos; (ii) los *emisores* cuyos valores participativos hayan sido admitidos a cotización en un mercado regulado o en un mercado de pymes en expansión de forma continuada durante al menos los 18 meses anteriores, cuando emitan *valores no participativos* (por tanto no se requiere que previamente estén admitidos a negociación valores no participativos de la misma clase, por lo que propiamente no estaríamos ante una emisión *secundaria*); y (iii) los oferentes de valores admitidos a cotización en un mercado regulado o en un mercado de pymes en expansión de forma continuada durante al menos los 18 meses anteriores (en cuyo caso no estamos ante una *emisión*, dado que se trata del ofrecimiento de valores existentes ya admitidos a negociación).

El plazo de 18 meses se establece para garantizar que el emisor cumpla, al menos una vez, su obligación de publicar un informe financiero anual. Habrá por tanto un periodo de seis meses entre la fecha en que pierda vigencia el folleto al amparo del

cual se llevó a cabo la admisión a negociación y el momento en que los emisores puedan acogerse a este régimen simplificado, durante el cual tendrían que elaborar un folleto completo.

El contenido específico de la información que deberá incluirse en el régimen simplificado de divulgación de información se establecerá mediante Reglamento Delegado que la Comisión deberá adoptar no más tarde del 21 de enero de 2019.

### 3 · EL DOCUMENTO DE REGISTRO UNIVERSAL

Con el objetivo de incentivar a los emisores frecuentes a que elaboren sus folletos como documentos separados para reducir los costes y responder rápidamente a las oportunidades del mercado, se prevé la posibilidad de que los emisores de valores negociados en mercados regulados o sistemas multilaterales de negociación elaboren cada ejercicio financiero en un *documento de registro universal*, que viene a ser un documento de registro (con el contenido habitual), pero que goza de un proceso acelerado de tramitación. Esta figura recuerda al régimen de los *Well-known Seasoned Issuer* previsto en la U.S. Securities Act de 1933 que pueden registrar automáticamente un *shelf registration statement* bajo la Form S-3 sin revisión por la SEC.

Una vez que la autoridad competente haya aprobado durante dos ejercicios económicos consecutivos el documento de registro universal, los sucesivos documentos de registro universal se podrán presentar y registrar ante la autoridad competente sin necesidad de aprobación previa. De cara al inicio de aplicación del Reglamento en julio de 2019, servirán a estos efectos los documentos de registro continuados aprobados en 2017 y 2018.

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.

No obstante, el documento de registro universal está sujeto a la posibilidad de revisión *a posteriori* por la autoridad competente en cualquier momento. La agilidad que esta figura aporte a los emisores dependerá, por tanto, del uso que se haga de esta facultad de revisión, especialmente en el momento en que pase a formar parte de un folleto para una oferta o admisión a negociación.

El documento de registro universal servirá también para cumplir la obligación de publicar el informe

financiero anual o semestral si se publica dentro de los cuatro meses siguientes al cierre del ejercicio o los tres meses siguientes al final del primer semestre, respectivamente.

### 4 · EL FOLLETO DE LA UNIÓN DE CRECIMIENTO

Como señalaba al principio de este trabajo, uno de los objetivos esenciales de la Unión de Mercados de Capitales consiste en facilitar a las pymes el acceso a la financiación en los mercados de capitales, para lo cual el Reglamento establece un régimen específico y proporcionado para *ofertas públicas* realizadas por ese tipo de empresas, y siempre que no tengan valores admitidos a cotización en un mercado regulado.

Concretamente, podrán elaborar un folleto de la Unión de crecimiento (a) pymes; (b) emisores (no pymes) de reducida capitalización, cuyos valores coticen o se vayan a cotizar en un mercado de pymes en expansión, y hayan tenido los tres años anteriores una capitalización media inferior a 500 millones de euros; (c) emisores cuyos valores no coticen en un sistema multilateral de negociación cuando la oferta ascienda a un valor total en la Unión no superior a 20 millones de euros, sobre un periodo de 12 meses, y a condición de que esos emisores tengan un número medio de empleados, durante el ejercicio económico anterior, de hasta 499; y (d) oferentes de valores emitidos por emisores a los que se refieren las letras (a) y (b).

Al igual que el régimen simplificado para emisiones secundarias, el contenido concreto que deberá tener el folleto de la Unión de crecimiento se establecerá mediante acto delegado a adoptar por la Comisión no más tarde del 21 de enero de 2019.

Una vez aprobado, el folleto de la Unión de crecimiento podrá acogerse al régimen de pasaporte y ser por tanto válido para cualquier oferta pública de valores en toda la Unión.

### 5 · EL FOLLETO VOLUNTARIO

El Reglamento da cobertura legal a una práctica ya instalada, al menos en España, consistente en la posibilidad de que emisores y oferentes elaboren y obtengan la aprobación por la autoridad competente de un folleto con carácter voluntario, cuando la normativa no obligue a su elaboración (como ha sido el caso en España de numerosas emisiones y salidas a bolsa cuya oferta iba dirigida exclusivamente a inversores cualificados).

Una vez aprobado, el folleto elaborado voluntariamente comportará todos los derechos y obligaciones inherentes según lo exigido por el Reglamento.

## 6 · NOVEDADES SOBRE EL CONTENIDO DEL FOLLETO

### 6.1 · Nota de síntesis (resumen)

El Reglamento pone especial hincapié en la importancia de que la nota de síntesis sea una fuente útil de información para los inversores, en particular para los minoristas, que recoja los elementos esenciales para poder decidir qué ofertas y admisiones a cotización de valores desean seguir estudiando mediante un examen del folleto en su conjunto con la finalidad de tomar una decisión.

Para ello, se limita su extensión a siete páginas (nueve en el caso del folleto para la admisión de valores admitidos en otro mercado regulado —*dual listing*—), y su estructura deberá dividirse en cuatro secciones (introducción, información fundamental sobre el emisor, sobre los valores y sobre la oferta/admisión) con subsecciones en formato de preguntas. El número total de factores de riesgo que se podrá incluir entre todas las secciones no podrá ser superior a 15.

La nota de síntesis deberá incluir determinadas advertencias, entre otras (cuando proceda), la pérdida potencial para el inversor.

No será necesaria una nota de síntesis cuando el folleto se refiera a la admisión a cotización en un mercado regulado de valores no participativos, cuanto estos (a) únicamente vayan a cotizarse en un mercado regulado, o en un segmento específico de este, a los que solo pueden tener acceso inversores cualificados, o (b) dichos valores tienen un valor nominal unitario mínimo de 100.000 euros.

### 6.2 · Factores de riesgo

En la misma línea que la relacionada con la nota de síntesis, el Reglamento hace un esfuerzo por que los factores de riesgo se presenten de forma fácilmente analizable, concisa y comprensible.

En este sentido, deben limitarse los riesgos a los que sean importantes y específicos del emisor y sus valores, y que estén respaldados por el contenido del folleto. No se deben incluir factores de riesgo de tipo genérico o que sirvan solo como descargos

de responsabilidad, que podrían ocultar otros más específicos que los inversores deben conocer.

Los factores de riesgo se presentarán en un número limitado de categorías en función de su naturaleza, ordenados de mayor a menor *importancia*, que deberá evaluarse según la probabilidad de que ocurran y la magnitud prevista de su impacto negativo.

En el caso de emisiones de instrumentos de deuda o híbridos, los factores de riesgo también comprenderán los relativos al nivel de subordinación y el impacto sobre el tamaño o el plazo previstos para los pagos a los titulares en caso de quiebra o cualquier otro procedimiento similar (como la insolvencia, resolución o reestructuración de una entidad de crédito).

### 6.3 · Información fiscal en ofertas transfronterizas

Hasta ahora, para obtener el pasaporte del folleto para la realización de una oferta transfronteriza era necesario incluir información sobre la fiscalidad de la oferta relativa no solo al país de origen del emisor, sino también a aquellos en los que se estaba haciendo la oferta o se buscaba la admisión a cotización.

Con el Reglamento desaparece esa obligación, que queda sustituida por la de incluir la advertencia de que la legislación fiscal del Estado miembro del inversor y del Estado miembro de constitución del emisor podría influir en las rentas derivadas de los valores.

No obstante, el folleto sí debe incluir información tributaria cuando la inversión propuesta se acoja a un régimen fiscal específico, por ejemplo en caso de inversiones en valores que concedan a los inversores un tratamiento fiscal favorable.

## 7 · SUPLEMENTO. NUEVAS OBLIGACIONES DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS Y ADVERTENCIAS

Se establece para los intermediarios financieros la obligación de informar a los inversores de sus derechos y facilitar los trámites cuando estos ejerzan su derecho a retirar la aceptación en los supuestos de publicación de un suplemento a un folleto. Concretamente, estos deberán ponerse en contacto con los inversores el día en que se publique el suplemento.

En lo que respecta al contenido del suplemento, este deberá contener una declaración destacada relativa



al derecho de retirada en la que se indique claramente: (a) que el derecho de retirada solo se concede a los inversores que ya hubieran acordado comprar o suscribir los valores antes de que se publicara el suplemento, y cuando los valores aún no se hubieran entregado a los inversores en el momento en el que se produjera o detectara el nuevo factor significativo, error material o inexactitud grave; (b) el periodo en el que puede ejercerse el derecho de retirada; y (c) a quién pueden dirigirse los inversores que deseen ejercer el derecho de retirada.

La autoridad competente podrá solicitar que el suplemento incluya como anexo una versión consolidada del folleto cuando esta sea necesaria para garantizar la comprensión de la información facilitada, sin perjuicio de que el emisor voluntariamente también pueda aportar esa versión consolidada.

## **8 · MOMENTO DE ENTRADA EN VIGOR Y APLICACIÓN**

El Reglamento establece tres momentos temporales para el inicio de aplicación de sus disposiciones:

- 21 de julio de 2017: las excepciones a la obligación de un folleto para la admisión a negociación de (i) valores fungibles que representen no más del 20 % de los ya admitidos a negociación; (ii) acciones resultantes de la conversión o canje de otros valores que no superen el 20 % (y excepciones a dicho límite); y (iii) para el caso de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, valores resultantes de la conversión o canje de otros valores, fondos propios o pasivos admisibles por parte de una autoridad de resolución (véanse los apartados 1.2 y 1.3).
- 21 de julio de 2018: la no aplicabilidad del Reglamento a ofertas públicas de valores cuyo importe total en la Unión sea inferior a un millón de euros, en un periodo de 12 meses, y la posibilidad de los Estados miembros de elevar ese límite hasta los ocho millones, salvo que se trate de ofertas transfronterizas (véase el apartado 1.1).
- 21 de julio de 2019: resto de las disposiciones.

**JAIME TARRERO MARTOS\***

---

\* Abogado del Área de Derecho Mercantil de Uría Menéndez (Madrid).