



**CONSEJO DE
LA UNIÓN EUROPEA**

**Bruselas, 30 de septiembre de 2009 (02.10)
(OR. en)**

**Expediente interinstitucional:
2009/0132 (COD)**

**13688/09
ADD 1**

**EF 126
ECOFIN 587
DRS 60
CODEC 1133**

NOTA DE TRANSMISIÓN

Emisor: Por el Secretario General de la Comisión Europea, Sr. D. Jordi AYET
PUIGARNAU, Director

Fecha de recepción: 25 de septiembre de 2009

Destinatario: Sr. D. Javier SOLANA, Secretario General / Alto Representante

Asunto: Documento de trabajo de los Servicios de la Comisión que acompaña a la
Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que
se modifican la Directiva 2003/71/CE sobre el folleto que debe
publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y
la Directiva 2004/109/CE 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

Resumen de la evaluación de impacto

Adjunto se remite a las Delegaciones el documento de la Comisión – SEC(2009) 1222.

Adj.: SEC(2009) 1222



COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS

Bruselas, 23.9.2009

SEC(2009) 1222

DOCUMENTO DE TRABAJO DE LOS SERVICIOS DE LA COMISIÓN

que acompaña a la

Propuesta de

DIRECTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO

por la que se modifican la Directiva 2003/71/CE sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y la Directiva 2004/109/CE 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

RESUMEN DE LA EVALUACIÓN DE IMPACTO

{COM(2009) 491 final}

{SEC(2009) 1223}

1. DEFINICIÓN DEL PROBLEMA

Se ha observado que existen ciertas obligaciones e imprecisiones jurídicas que aumentan los costes y restan eficacia, dificultando el proceso de captación de fondos de las sociedades y los intermediarios financieros de la UE. Las dificultades pueden dividirse en dos categorías:

1.1. Ineficacia por falta de claridad jurídica

1.1.1. Obligaciones en el caso de colocación de valores a través de intermediarios financieros (ventas minoristas sucesivas): la falta de claridad del artículo 3, apartado 2, de la Directiva sobre el folleto parece estar ocasionando problemas a los emisores en algunos mercados en los que los valores se distribuyen mediante ventas minoristas sucesivas.

1.1.2. Definiciones divergentes de lo que se considera inversores cualificados y clientes profesionales: el régimen en materia de folleto aplicable a los inversores cualificados es distinto del que la MiFID¹ establece para los clientes profesionales.

1.1.3. Imprecisión jurídica sobre la obligación de añadir suplementos al folleto y sobre el ejercicio del derecho de retirada: el artículo 16 de la Directiva sobre el folleto da margen para una aplicación divergente en los Estados miembros, ya que el plazo de ejercicio del derecho de retirada no está armonizado, y los Estados miembros han fijado distintos plazos en su legislación nacional de incorporación.

1.1.4. Normas sobre responsabilidad no armonizadas: el artículo 6, apartado 2, de la Directiva sobre el folleto no prevé un régimen de responsabilidad armonizado en virtud de esta Directiva.

1.1.5. Funcionamiento de la nota de síntesis del folleto: el objetivo principal de la Directiva sobre el folleto, esto es, informar a los inversores, puede, en realidad, verse obstaculizado por la limitación que se desprende del considerando 21. Se observan, además, incoherencias significativas, entre productos globalmente comparables, en la forma y el contenido de la información abreviada que se proporciona.

1.2. Situaciones en que las sociedades que desean captar capital en los mercados de valores y los intermediarios están sujetos a obligaciones gravosas

1.2.1. Regímenes divergentes para los sistemas de participación de los empleados en el accionariado: la exención prevista en el artículo 4, apartado 1, letra e), crea una situación de desventaja en el caso de empleados de sociedades de terceros países que no tienen valores cotizados en mercados regulados de la UE, de sociedades no cotizadas de la UE o de sociedades de la UE que tienen valores cotizados en mercados «regulados por bolsas de valores».

¹ Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo, DO L 145 de 30.4.2004, pp. 1-44.

- 1.2.2. *Obligaciones de transparencia que se solapan:* en su dictamen de 18 de septiembre de 2008, el Grupo de Alto Nivel de Partes Implicadas Independientes sobre Cargas Administrativas propuso a la Comisión Europea que estudiara la posibilidad de suprimir el artículo 10 de la Directiva sobre el folleto, puesto que la Directiva sobre transparencia² convierte en redundante la obligación de información que incumbe a los emisores con valores cotizados, dando lugar a la duplicación de una misma obligación de los emisores.
- 1.2.3. *Restricción de la elección de Estado miembro de origen en las emisiones de deuda:* el artículo 2, apartado 1, letra m), inciso ii), impone una restricción sobre la elección del Estado miembro de origen en las emisiones de valores no participativos.
- 1.2.4. *Obligaciones de información gravosas en ciertos casos*
- 1.2.4.1. Emisión de derechos: los interesados han expresado su inquietud ante la obligación de publicar un folleto completo en las emisiones de derechos, en particular porque el coste de elaboración de ese folleto podría no estar justificado.
- 1.2.4.2. Pequeñas sociedades cotizadas: algunos interesados del ámbito empresarial consideran que las obligaciones de información conexas a la publicación de un folleto podrían resultar excesivamente gravosas y costosas para las sociedades de menor capitalización de mercado. Esto se refiere, principalmente, a la exención aplicable a las ofertas de un importe total inferior a 2,5 millones de euros que prevé el artículo 1, apartado 2, letra h), de la Directiva sobre el folleto.
- 1.2.4.3. Pequeñas entidades de crédito: la exención que establece el artículo 1, apartado 2, letra j), estaba pensada para facilitar la financiación de las pequeñas entidades de crédito. No obstante, los representantes de dichas entidades consideran que, en la práctica, el límite de 50 millones de euros, referido al volumen de emisión anual, es demasiado bajo, de modo que los pequeños bancos no pueden beneficiarse plenamente de esta exención.
- 1.2.5. *Obligaciones de información gravosas en el caso de los sistemas de garantía pública:* con motivo de la actual crisis financiera, los Estados miembros han decidido garantizar la emisión de deuda de los bancos. Tratándose de un sistema nuevo, se han manifestado dudas sobre el régimen jurídico aplicable a este tipo de ofertas por lo que atañe a la información que sobre el garante público debe facilitarse en el folleto.
- 1.2.6. *Forma impresa del folleto:* en su dictamen de 18 de septiembre de 2008, el Grupo de Alto Nivel de Partes Implicadas Independientes sobre Cargas Administrativas propuso a la Comisión que estudiara la posibilidad de suprimir la obligación establecida en el artículo 14, apartado 2, de que la persona que solicita la admisión a cotización o los intermediarios financieros encargados de colocar o vender los valores entreguen un ejemplar impreso gratuito del folleto cuando así lo solicite el

² 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. DO L 390 de 31.12.2004, p. 38. La Directiva sobre transparencia entró en vigor el 20 de enero de 2005 y debía ser incorporada por todos los Estados miembros el 20 de enero de 2007, a más tardar.

inversor al oferente, ya que, según un grupo de interesados del sector empresarial, esta obligación no ofrece ningún valor añadido y el aporte electrónico de información bastaría para una supervisión eficaz.

- 1.2.7. *Traducción de la nota de síntesis del folleto:* en el citado dictamen, el Grupo de Alto Nivel propuso estudiar la posibilidad de suprimir la obligación establecida en el artículo 19, apartado 3, de facilitar la traducción de la nota de síntesis en el caso de ofertas transfronterizas, basándose en la opinión de un grupo de interesados que considera que este requisito es innecesario y aboga por armonizar el régimen lingüístico en todo el mercado interior.

2. ESCENARIO DE PARTIDA, SUBSIDIARIEDAD Y PROPORCIONALIDAD

Si no se adoptan medidas a escala de la UE, los problemas descritos en el apartado 1 seguirán sin resolver. La Comisión Europea considera que las soluciones propuestas se atienen al principio de subsidiariedad y de proporcionalidad. Por una parte, puesto que las ofertas de valores pueden tener carácter transfronterizo en la UE, la mejor vía de actuación es un texto jurídico comunitario. Por otra, todas las soluciones propuestas aspiran a garantizar una información eficaz sobre los productos, así como la protección del inversor.

3. OBJETIVOS

La revisión de la Directiva sobre el folleto tiene por objeto: i) hacer más eficaz el régimen relativo al folleto; y ii) reducir las cargas que soportan las sociedades de la UE cuando desean captar capitales en los mercados de valores europeos.

4. OPCIONES DE ACTUACIÓN

A fin de alcanzar los objetivos que se especifican en el apartado anterior, los servicios de la Comisión han analizado diferentes opciones de actuación.

4.1. Opciones de actuación con vistas a incrementar la claridad jurídica y la eficacia del régimen relativo al folleto

- 4.1.1. *Opciones de actuación en el caso de ulteriores colocaciones de valores a través de intermediarios financieros (ventas minoristas sucesivas):* i) no intervenir a escala de la UE; ii) aclarar que, tras la emisión inicial, la ulterior reventa de los valores a inversores minoristas a través de intermediarios financieros no se considera oferta pública del emisor inicial; iii) modificar el artículo 3, apartado 2, de la Directiva sobre el folleto para aclarar que, siempre que un intermediario ofrezca valores al público, deberá poner a disposición del público un folleto válido.

- 4.1.2. *Opciones de actuación en cuanto a las definiciones divergentes de «inversores cualificados» y «clientes profesionales»:* i) no intervenir a escala de la UE; ii) modificar la Directiva y armonizar las definiciones de «inversores cualificados» (artículo 2, apartado 1, letra e), incisos i) y ii), de la Directiva sobre el folleto) y de «clientes profesionales» y «contrapartes elegibles» (MiFID); iii) además de la

armonización propuesta en la opción 2, eliminar de la Directiva sobre el folleto el sistema de registros centrales.

4.1.3. *Opciones de actuación en lo que atañe a la obligación de añadir suplementos al folleto, y en cuanto al ejercicio del derecho de retirada (artículo 16 de la Directiva sobre el folleto):* i) no intervenir a escala de la UE; ii) armonizar los diferentes plazos de ejercicio del derecho de retirada ; iii) armonizar los diferentes plazos, otorgando al emisor la posibilidad de conceder un plazo más largo; iv) armonizar los diferentes plazos de manera que acaben en el momento de la liquidación de los valores.

4.1.4. *Opciones de actuación en cuanto a la falta de armonización de las normas sobre responsabilidad:* i) no intervenir a escala de la UE; ii) armonizar los criterios de responsabilidad aplicables al folleto.

4.1.5. *Opciones de actuación en cuanto a la nota de síntesis del folleto:* i) no intervenir a escala de la UE; ii) ofrecer a los inversores minoristas información adecuada, de forma que resulte fácilmente analizable y comprensible, a fin de que puedan adoptar decisiones de inversión con pleno conocimiento de causa.

4.2. Situaciones en que las sociedades que desean captar capital en los mercados de valores y los intermediarios están sujetos a obligaciones desmesuradas o gravosas

4.2.1. *Opciones de actuación dirigidas a crear igualdad de condiciones entre los sistemas de participación de los empleados en el accionariado:* i) no intervenir a escala de la UE; ii) modificar la Directiva y hacer extensiva la exención del artículo 4, apartado 1, letra e), a los sistemas de participación de los empleados en el accionariado de las sociedades que cotizan en mercados no regulados (emisores de terceros países y de la UE); iii) modificar la Directiva y hacer extensiva la exención del artículo 4, apartado 1, letra e), a las sociedades que cotizan en mercados no regulados y las sociedades no cotizadas.

4.2.2. *Opciones de actuación en cuanto a las obligaciones de transparencia que se solapan (artículo 10 de la Directiva sobre el folleto):* i) no intervenir a escala de la UE; ii) eliminar la obligación establecida en el artículo 10 de la Directiva.

4.2.3. *Opciones de actuación en cuanto a la restricción de la elección de Estado miembro de origen en las emisiones de deuda:* i) no intervenir a escala de la UE; ii) permitir la elección del Estado miembro de origen en las emisiones de valores no participativos de un importe inferior al umbral de 1 000 euros.

4.2.4. *Opciones de actuación dirigidas a facilitar la captación de capital por medio de emisión de derechos:* i) no intervenir a escala de la UE, permitiendo que los miembros del CERV acuerden un régimen de información abreviada para la emisión de derechos; ii) eximir las emisiones de derechos de la obligación de publicar un folleto; iii) introducir para la emisión de derechos un folleto «proporcionado».

4.2.5. *Opciones de actuación dirigidas a que las obligaciones de información de las pequeñas sociedades cotizadas guarden la debida proporción:* i) no intervenir a escala de la UE; ii) eximir a las pequeñas sociedades cotizadas de la obligación de publicar un folleto, elevando el umbral establecido en el artículo 1, apartado 2, letra

h), de la Directiva; iii) introducir para las pequeñas sociedades cotizadas un folleto «proporcionado».

- 4.2.6. *Opciones de actuación dirigidas a que las obligaciones de información de las pequeñas entidades de crédito guarden la debida proporción:* i) no intervenir a escala de la UE; ii) eximir a las pequeñas entidades de crédito de la obligación de publicar un folleto, elevando el umbral establecido en el artículo 1, apartado 2, letra j), de la Directiva; iii) introducir para las pequeñas entidades de crédito un folleto «proporcionado».
- 4.2.7. *Opciones de actuación dirigidas a racionalizar la información que debe contener el folleto en el caso de los sistemas de garantía pública:* i) no intervenir a escala de la UE; ii) eximir los valores garantizados por un Estado miembro de la obligación de facilitar información sobre el garante en el folleto; iii) eximir a los emisores de valores garantizados por un Estado miembro de la obligación de facilitar información sobre el garante, y también sobre la garantía, en el folleto.
- 4.2.8. *Opciones de actuación en cuanto a la forma impresa (ejemplar en papel) del folleto:* i) no intervenir a escala de la UE; ii) eliminar la obligación de facilitar un ejemplar impreso del folleto.
- 4.2.9. *Opciones de actuación en cuanto a la traducción de la nota de síntesis del folleto:* i) no intervenir a escala de la UE; ii) eliminar la obligación de traducir la nota de síntesis del folleto.

5. ANÁLISIS Y COMPARACIÓN DE LAS OPCIONES

Las diferentes opciones de actuación se analizan a la luz de criterios de protección del inversor, confianza del consumidor, eficacia, claridad y reducción de las cargas administrativas. Considerando las conclusiones de la evaluación de impacto, la Comisión Europea cree que resulta adecuado presentar una propuesta de modificación de la Directiva sobre el folleto, con vistas a abordar los siguientes extremos:

- *Ventas minoristas sucesivas:* por motivos de protección del inversor, confianza del consumidor, reducción de la carga administrativa, seguridad y eficacia, la opción preferida es la de modificar el artículo 3, apartado 2, de la Directiva sobre el folleto, a fin de aclarar que los intermediarios no deben estar obligados a elaborar un folleto nuevo con ocasión de cada nueva oferta, siempre y cuando puedan utilizar el folleto inicial del emisor (que debe ser válido según lo especificado en el artículo 9).
- *Definición de inversores cualificados / clientes profesionales:* por motivos de reducción de la carga administrativa, de seguridad y eficacia, la definición de inversores cualificados que figura en el artículo 2, apartado 1, letra e), debe modificarse de modo que englobe a las personas que se consideran clientes profesionales en virtud de la MiFID.
- *Ejercicio del derecho de retirada:* por motivos de protección del inversor, confianza del consumidor, reducción de la carga administrativa, seguridad y eficacia, el plazo de ejercicio del derecho de retirada previsto en el artículo 16,

apartado 2, de la Directiva sobre el folleto debe armonizarse en todos los Estados miembros; no obstante, los emisores deben poder ampliar el plazo voluntariamente.

- *Normas sobre responsabilidad no armonizadas*: la armonización de las normas de responsabilidad es un objetivo que trasciende el ámbito de la Directiva sobre el folleto. La opción preferida es mantener el *statu quo*.
- *Nota de síntesis del folleto*: por motivos de protección del inversor, confianza del consumidor, seguridad y eficacia, el contenido de la nota de síntesis del folleto debería normalizarse conforme al enfoque adoptado por la Comisión Europea en su Comunicación sobre los productos preempaquetados de inversión minorista.
- *Sistemas de participación de los empleados en el accionariado*: por motivos de eficacia, seguridad y reducción de la carga administrativa, la exención que, en relación con los sistemas de participación de los empleados en el accionariado, prevé el artículo 4, apartado 1, letra e), de la Directiva sobre el folleto debe hacerse extensiva a los empleados de las sociedades que cotizan en mercados distintos de los mercados regulados de la UE, así como a las sociedades no cotizadas.
- *Duplicación de las obligaciones de transparencia*: por motivos de protección del inversor, confianza del consumidor, reducción de la carga administrativa y eficacia, las obligaciones de información que establece el artículo 10 de la Directiva sobre el folleto deben eliminarse.
- *Elección del Estado miembro de origen en las emisiones de valores no participativos*: por motivos de reducción de la carga administrativa y eficacia, los emisores de valores no participativos deben poder elegir un Estado miembro de origen con independencia de la denominación por unidad de la oferta. En consecuencia, debe eliminarse el umbral de 1 000 euros que figura en el artículo 2, apartado 1, letra m), de la Directiva sobre el folleto.
- *Emisión de derechos*: por motivos de confianza del consumidor, reducción de la carga administrativa, seguridad y eficacia, la opción preferida es la consistente en introducir en la Directiva el principio de un régimen de información abreviada para los folletos de emisión de derechos; este régimen debe ir acompañado de disposiciones de aplicación, esto es, de una modificación del reglamento de aplicación.
- *Pequeñas sociedades cotizadas y pequeñas entidades de crédito*: por motivos de confianza del consumidor, reducción de la carga administrativa, seguridad y eficacia, la captación de capital de las pequeñas sociedades cotizadas y las pequeñas entidades de crédito debe estar sujeta a obligaciones de información que guarden la debida proporción. El artículo 5 de la Directiva sobre el folleto debe recoger este principio y debe facultarse a la Comisión Europea para que adopte disposiciones de aplicación en las que se especifiquen esas obligaciones de información.
- *Sistemas de garantía pública*: por motivos de reducción de la carga administrativa, de seguridad y eficacia, el artículo 1, apartado 3, de la Directiva

sobre el folleto debe aclarar que los emisores de valores garantizados por un Estado miembro no están obligados a incluir en el folleto información sobre el Estado garante (aunque sí deben incluir información sobre la garantía).

6. INCIDENCIA DE LAS OPCIONES PREFERIDAS

La evaluación de impacto muestra que las opciones preferidas tendrán repercusiones favorables para el inversor, las sociedades que deseen captar capital, los intermediarios financieros, los empleados y las pequeñas y medianas empresas. Se estima que dichas opciones de actuación supondrán una reducción de las cargas administrativas por un importe anual de aproximadamente **302 millones de euros**.

Obligación	Reducción de los costes salariales por medida	Gastos generales por medida (25 % de los costes salariales)	Frecuencia	Cargas administrativas por medida	Número de sociedades afectadas por los cambios	TOTAL cargas administrativas
Supresión del artículo 10 de la Directiva sobre el folleto, para evitar una duplicación de las obligaciones de transparencia	2 000 €	500 €	1	2 500 €	12 000	30 000 000 €
Exención de todos los tipos de sistemas de participación de los empleados en el accionariado implantados en la UE de la obligación de publicar un folleto.	392 000 €	98 000 €	1	490 000 €	37	18 130 000 €
Reducción de las obligaciones de información en las ofertas de derechos	186 400 €	46 600 €	1	233 000 €	343	79 919 000 €
Reducción de las obligaciones de información de las pequeñas sociedades cotizadas	39 200 €	9 800 €	0,5	24 500 €	7056	172 872 000 €
Omisión de información sobre el garante en el caso de sistemas de garantía pública	23 200 €	5 800 €	1	29 000 €	28	812 000 €
Total €						301 733 000 €

7. SEGUIMIENTO Y EVALUACIÓN

La Comisión, en tanto que guardiana del Tratado, hará el seguimiento de la incorporación de los cambios de la Directiva sobre el folleto al Derecho interno de los Estados miembros. La evaluación de los efectos de la aplicación de la medida legislativa podría efectuarse tres años después de la entrada en vigor de dicha medida, a través de un informe de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo.