

# Directrices de la ESMA acerca de cómo supervisar los factores de riesgo del folleto informativo

## Reyes Palá Laguna

Catedrática de Derecho Mercantil de la Universidad de Zaragoza  
Consejera académica de Gómez-Acebo & Pombo

---

*Ante la próxima aplicación del Reglamento de folletos, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) publica unas directrices sobre la redacción de los epígrafes «factores de riesgo» contenidos en el folleto de una oferta pública o admisión de valores a negociación en mercados regulados.*

El pasado 29 de marzo, la Autoridad Europea de Valores y Mercados («AEVM»; más conocida como «ESMA», por sus siglas en inglés) ha hecho públicas las directrices sobre los factores de riesgo a los que se refiere el artículo 16 del Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio del 2017, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado (Reglamento de folletos), que será de aplicación a partir del 21 de julio del 2019 (*Guidelines on risk factors under the Prospectus Regulation, Final Report*. ESMA 31-62-1217). Si bien son directrices dirigidas a las autoridades supervisoras nacionales que detallan cómo debería el supervisor examinar y revisar —con carácter previo a su autorización— los folletos y otros documentos informativos exigidos por el Reglamento de folletos, respecto a los factores de riesgo, sugiere la Autoridad Europea de Valores y Mercados que las personas responsables del folleto deberían también tener presentes estas directrices cuando elaboren un folleto para su remisión a la autoridad nacional competente (párrafo 6 del anexo II de las directrices).

*Advertencia legal:* Este análisis sólo contiene información general y no se refiere a un supuesto en particular. Su contenido no se puede considerar en ningún caso recomendación o asesoramiento legal sobre cuestión alguna.

*N. de la C.:* En las citas literales se ha rectificado en lo posible —sin afectar al sentido— la grafía de ciertos elementos (acentos, mayúsculas, símbolos, abreviaturas, cursivas...) para adecuarlos a las normas tipográficas utilizadas en el resto del texto.

Las directrices han de ser traducidas a las lenguas oficiales de la Unión Europea. Serán de aplicación dos meses después de la publicación de estas traducciones en la web de la Autoridad Europea de Valores y Mercados, siempre que el supervisor nacional (en nuestro caso, la Comisión Nacional del Mercado de Valores) confirme que las va a cumplir [v. art. 16.3 del Reglamento 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre del 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados)]. No nos consta la existencia de razones que lleven a la Comisión Nacional del Mercado de Valores a declarar su intención de no cumplirlas. La publicación de las traducciones parece inminente.

La habilitación *normativa* para estas directrices se encuentra en el artículo 16.4 del Reglamento de folletos («Con vistas a fomentar la divulgación adecuada y selectiva de los factores de riesgo, la AEVM elaborará directrices para asistir a las autoridades competentes en su examen de la especificidad e importancia de los factores de riesgo y de la presentación de los factores de riesgo por categorías en función de su naturaleza»). Éste es, pues, el objetivo de estas directrices de la Autoridad Europea de Valores y Mercados.

El punto de partida es la actual situación consecuencia del régimen aún vigente al amparo de la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre del 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores: constata la Autoridad Europea de Valores y Mercados que la descripción de los factores de riesgo en el folleto ha sido utilizada con frecuencia por las personas responsables de su contenido como un medio para reducir su responsabilidad con respecto al folleto, sin aportar una clara y concisa explicación de los riesgos inherentes a un emisor concreto o a unos determinados valores. Los factores de riesgo en muchas ocasiones han sido particularmente difíciles de entender por el inversor minorista debido, entre otras razones, al uso términos imprecisos o genéricos, así como al recurso de la jerga jurídica o a un lenguaje que trata de atenuar su contenido acudiendo a extensas descripciones de la política de gestión de riesgos.

El texto publicado recoge doce directrices en el anexo II del documento (págs. 31 a 43) que aclaran y desarrollan el citado artículo 16 del Reglamento de folletos respecto a la redacción de los factores de riesgo. Cuando las directrices se refieren al folleto, hay que contar con la posibilidad de que la información necesaria se recoja en un documento único —el folleto informativo— o en varios documentos separados de acuerdo con el artículo 10 del Reglamento de folletos (documento de registro, nota sobre los valores y nota de síntesis) y tener en cuenta, asimismo, que en los anexos al Reglamento de folletos se recogen los descriptores concernientes al contenido del folleto (anexo I), al documento de registro (anexo II) y a la nota sobre los valores (anexo III).

Las directrices desarrollan lo que el legislador europeo expone en el expositivo 54 del Reglamento de folletos del 2017: teniendo en cuenta que la finalidad principal de la inclusión de los factores de riesgo en el folleto es garantizar que los inversores puedan realizar una valoración fundamentada de dichos riesgos y adoptar sus decisiones de inversión con pleno conocimiento de causa, los factores de riesgo deben limitarse a los riesgos que sean importantes (*material risks*) y específicos respecto al emisor y a sus valores y que estén respaldados por el contenido del folleto. El folleto no debe contener factores de riesgo de tipo genérico o que sirvan sólo como

# G A \_ P

exclusión o renuncia de la responsabilidad (*disclaimer*) de las personas responsables de él, ya que podrían ocultarse otros factores de riesgo más específicos que los inversores deben conocer, impidiendo así que el folleto presente la información de forma fácilmente analizable, concisa y comprensible.

Concreta esta declaración el artículo 16.1 del Reglamento de folletos: en el folleto únicamente hay que describir «adecuadamente» los factores de riesgo «que sean específicos del emisor y/o de sus valores, que sean importantes para adoptar una decisión de inversión informada y que estén referendados por el contenido del documento de registro y de la nota sobre los valores. Al elaborar el folleto, el emisor, el oferente o la persona que solicita la admisión a cotización en un mercado regulado evaluarán la importancia de los factores de riesgo en función de la probabilidad de que éstos ocurran y de la magnitud prevista de su impacto negativo». Y a continuación el legislador europeo da instrucciones acerca de cómo presentar los factores de riesgo: en un número limitado de categorías en función de su naturaleza y mencionando primero los factores de riesgo más importantes en cada categoría. La Autoridad Europea de Valores y Mercados indica al respecto en el apartado 33 de su informe que, si bien el riesgo más importante tiene que ser presentado el primero en cada categoría, no es obligatorio que el resto de los factores de riesgo que se hagan constar en cada categoría tengan que ser ordenados o clasificados por orden de importancia.

Aquellos riesgos que sean específicos e importantes para el emisor o garante, propone la Autoridad Europea de Valores y Mercados, a modo de ejemplo, que se dividan en las siguientes categorías (apdo. 34): 1) *riesgos relativos a la situación financiera del emisor*; 2) riesgos relacionados con la actividad empresarial del emisor; 3) riesgos legales y regulatorios; 4) riesgos de control interno, y 5) riesgos medioambientales, sociales y de gobernanza empresarial.

De igual manera, los factores de riesgo específicos e importantes respecto a los valores (apdo. 35) podrían clasificarse como sigue: 1) riesgos relacionados con la naturaleza de los valores; 2) riesgos relativos al subyacente; 3) riesgos relativos al garante y a la garantía vinculada a los valores, y 4) riesgos de la oferta al público o de la admisión a negociación de los valores en un mercado regulado.

Si el supervisor considerara (directriz 7) que los factores de riesgo no se presentan correctamente por categorías en función de su naturaleza, debería requerir a las personas responsables del folleto la modificación de la presentación de los factores de riesgo de acuerdo con su categorización.

Respecto a la posible división de las categorías en subcategorías, la directriz 10 sugiere permitirla únicamente cuando esté justificada en razón del folleto de que se trate. En caso contrario, la autoridad supervisora habría de requerir a las personas responsables del folleto la modificación de la presentación de la sección dedicada a los factores de riesgo si considera que en su estado actual se compromete su comprensión.

El resto de las directrices se refieren a la especificidad y al carácter sustancial o a la importancia del riesgo en cuestión, a la necesaria concisión en su descripción y a la correlación que ha de

existir entre el contenido del sumario y el folleto en la descripción de los factores de riesgo. Se llama la atención sobre la recomendación de la Autoridad Europea relativa a que los factores de riesgo no sean copiados de folletos informativos publicados por otros emisores o previamente elaborados por el mismo emisor si carecen de relevancia para esa oferta pública o admisión a negociación concretas.

En el apéndice del documento de la Autoridad Europea de Valores y Mercados se recogen ejemplos a título ilustrativo de factores de riesgo específicos y substanciales o importantes y un ejemplo de lenguaje inespecífico (*mitigating language*) en la redacción de los factores de riesgo que no debería ser admitida por el supervisor del folleto: «... en el desarrollo de su actividad empresarial, el Grupo está expuesto a una variedad de riesgos, incluidos el riesgo de crédito, el riesgo de mercado, el riesgo de liquidez y el riesgo operacional. Aunque el Grupo invierte mucho tiempo y esfuerzos en técnicas y estrategias de gestión de riesgos, en determinadas circunstancias puede no gestionarlos adecuadamente».

El documento de la Autoridad Europea de Valores y Mercados se trata en nuestra opinión de un *manual de instrucciones* dirigido a los supervisores nacionales respecto a cómo han de presentarse los factores de riesgo en los folletos de oferta pública o admisión a negociación en un mercado regulado que persigue, además de los objetivos indicados, acelerar el proceso de aprobación de estos documentos que se benefician del pasaporte europeo.