



Las Directrices de ESMA sobre los factores de riesgo conforme al Reglamento de folletos. Junio 2019.

El artículo 16 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 (el Reglamento) habilita a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés) para elaborar directrices con la finalidad de *“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”*.

La finalidad de los factores de riesgo es la de permitir que los inversores puedan evaluar los riesgos relevantes relacionados con su inversión consiguiendo, por lo tanto, realizar decisiones de inversión informadas. Por esta razón, la descripción de los factores de riesgo se debería limitar a aquellos riesgos importantes y específicos del emisor y/o de sus valores, ser coherente con el contenido del folleto y expresarse de manera clara y concisa. Por otro lado, la información facilitada en relación con los riesgos no debería utilizarse como una forma de mitigar la responsabilidad sobre el contenido del folleto.

Con el objetivo de asistir a las autoridades competentes (AC) en su revisión de los folletos y facilitar la presentación apropiada, concisa y comprensible de los factores de riesgo, ESMA redactó una propuesta de Directrices que fue objeto de consulta pública en julio de 2018. Como resultado de la consulta, el 29 de marzo de 2019 se publicó un informe final conteniendo un resumen de los comentarios realizados por la industria y la contestación de ESMA a las cuestiones planteadas. Aunque las Directrices van dirigidas a las AC, las personas responsables del folleto (emisores o sus órganos administrativos, de gestión o supervisión, el oferente, la persona que pide su admisión a negociación en un mercado regulado, el garante o cualquier persona responsable de la información contenida en el folleto y así identificada en el mismo) deberían tenerlas en cuenta para preparar el folleto.

Una vez las Directrices sean traducidas a las lenguas nacionales entrarán en vigor dos meses después de su publicación en la página web de ESMA.

Las Directrices y el texto explicativo

El texto propuesto consta de 12 directrices relativas a la especificidad e importancia de los factores de riesgo, el refrendo de estos aspectos en el folleto, la presentación de los factores de riesgo por categorías, su presentación de forma concisa y su descripción en el resumen del folleto, en caso de existir este.

Las directrices 1 y 2, relativas a especificidad, establecen (1) que la especificidad del factor de riesgo se debe expresar claramente en el folleto (debe existir un vínculo directo del riesgo con el emisor, el garante o con el valor) y (2) que la AC debería cuestionar la inclusión de factores que sirven como meras cláusulas de exoneración de responsabilidad.

Las directrices 3, 4 y 5 tratan la importancia del factor de riesgo. En concreto, (3) esta debe expresarse con

claridad en el folleto, (4) la AC puede cuestionar el folleto cuando observa que un impacto potencialmente negativo del factor de riesgo sobre el emisor/garante y/o los valores no es recogido (para expresarlo se puede usar información cuantitativa, si se dispone de la misma, o información cualitativa en caso contrario) y (5) la descripción de la importancia no debería verse comprometida por el uso de lenguaje mitigador (este lenguaje se puede usar para ilustrar la probabilidad de ocurrencia o la magnitud de impacto negativo esperada, pero no debe resultar confuso para el lector de manera que este no pueda evaluar correctamente el alcance del riesgo).

La directriz 6 establece que la AC debe asegurar que la importancia y especificidad del factor de riesgo son refrendadas por la imagen general que se ofrece en el folleto.

Las directrices 7, 8, 9 y 10 están dedicadas a la presentación de los factores de riesgo por categorías y se desarrollan a continuación. (7) La inclusión de un riesgo en una determinada categoría en función de su naturaleza debe ayudar a los lectores a navegar por la sección de factores de riesgo (es decir, favorecer la comprensión, lo que incluye mencionar primero los factores de riesgo más importantes). Se facilitan, a modo ilustrativo, ejemplos de categorías de factores de riesgo relativas al emisor/garante (situación financiera, sector de actividad, riesgo legal, control interno y factores medioambientales, sociales y de gobernanza) así como a los valores (naturaleza, subyacente, garante y garantía, así como oferta pública y admisión a negociación en un mercado organizado). (8) Las categorías deberían estar identificadas en la sección de riesgos con el encabezamiento apropiado (deben ser fácilmente identificables). (9) La AC también comprobará que el número de categorías y sub-categorías incluidas en el folleto es proporcional al tamaño/complexidad de la transacción y al riesgo del emisor/garante (en el caso de folletos estándar de un valor de un solo emisor no debería haber más de diez categorías y sub-categorías). (10) Sólo se deberán usar las sub-categorías cuando sea necesario (por ejemplo, en el caso de folletos que contengan múltiples tipos de valores).

La directriz 11 incide en la necesidad de que los factores de riesgo se presenten de una forma concisa. El uso de textos excesivamente largos puede oscurecer la comprensión del folleto.

La directriz 12 señala que, en caso de que el folleto incluya un resumen, la presentación de los factores de riesgo en el mismo debe ser consistente con su presentación, basada en la importancia, en la sección de riesgos.

Las Directrices también cuentan con un anexo que incluye ejemplos sobre factores de riesgo específicos e importantes a efectos ilustrativos.

ESMA responde a las cuestiones planteadas por la industria

El informe final realiza un análisis de las cuestiones y dudas que la redacción propuesta ha planteado en el sector, facilitando una serie de aclaraciones por parte de ESMA. También se han tenido en cuenta estos comentarios y, donde se ha considerado oportuno, se han introducido modificaciones en las Directrices o el texto explicativo para hacerlos más comprensibles. En este sentido, resulta interesante resumir los principales mensajes que ESMA ha querido transmitir a la industria con relación al contenido de estas Directrices y a su finalidad, que responden tanto a comentarios generales sobre las Directrices como a aquellos incluidos en las respuestas a las cuestiones específicas planteadas en la consulta pública:

Cuestiones generales sobre las Directrices

- En el caso de ofertas internacionales y del uso de los folletos europeos fuera de la UE, las asimetrías en la aprobación de esos documentos por jurisdicciones extracomunitarias se pueden producir tanto en relación con los factores de riesgo como con otros elementos del folleto, pero ESMA sólo es responsable de aplicar la normativa europea y las cuestiones concernientes con otras jurisdicciones quedan fuera de su alcance.
- Aunque las AC puedan tener en cuenta los destinatarios del folleto a la hora de cuestionar su contenido, no

hay que olvidar que el artículo 16.1 del Reglamento es aplicable a todos los folletos, independientemente de a quién vayan dirigidos.

- Las Directrices no crean obligaciones adicionales, simplemente aclaran las disposiciones de nivel I.

Sobre la especificidad (directrices 1 y 2)

- Pueden existir descripciones similares del riesgo cuando se trata de emisores pertenecientes a un mismo sector o de valores del mismo tipo. Sin embargo, riesgos similares pueden afectarles de manera distinta por lo que lo importante es que se recoja la especificidad. Lo mismo es aplicable a la reutilización de descripciones recogidas en otros documentos previamente aprobados, que pueden ser utilizadas siempre que sigan siendo relevantes y se ajusten a la situación específica del emisor o valor que se deben recoger en el folleto.

Sobre la importancia (directriz 3)

- Aunque las AC deben asegurarse de (1) que la descripción de los riesgos contenida en los folletos expresa claramente su especificidad e importancia, (2) que estos se refrendan con el contenido del folleto y (3) cuestionar las descripciones que no sean comprensibles y no ilustren adecuadamente estas circunstancias, los responsables del folleto serán los que en última instancia deben decidir cuáles son los factores importantes y específicos que se deben incluir.

Sobre ilustrar la importancia utilizando información cuantitativa o cualitativa (directriz 4)

- Se debería incluir información cuantitativa cuando esta esté disponible en documentos previamente publicados y resulte apropiado incluirla para ilustrar los potenciales impactos negativos e importancia de los factores de riesgo.
- También se puede utilizar una escala cualitativa (bajo, medio, alto) correspondiendo a la persona responsable del folleto evaluar la importancia del factor. La AC sólo comprobará que la información se exprese de manera clara.

Sobre la importancia y el uso de lenguaje mitigador (directriz 5)

- La descripción de las técnicas de mitigación o de gestión del riesgo no deberá desvirtuar por completo su importancia dando la impresión de que el riesgo no existe o no es relevante, ya que de no ser importante no se debería incluir. Los responsables de elaborar el folleto deben mantener un equilibrio para garantizar que el lenguaje mitigador ayude a impedir que un riesgo se sobreestime evitando al mismo tiempo que se subestime. Este es el criterio que las AC tendrán en cuenta al revisar la información.

Sobre el refrendo de la importancia y especificidad en el contenido del folleto (directriz 6)

- El refrendo de los factores de riesgo por el contenido del folleto está unido al principio de consistencia (artículo 20 del Reglamento). En caso de existir divergencia en la aplicación de estas Directrices por las AC, ESMA realizaría aclaraciones. No debe olvidarse que las AC simplemente pedirán que la información se exprese de manera clara o que se demuestre cómo encaja un riesgo dentro de la visión general que expresa el folleto.

Sobre la presentación de los factores de riesgo por categorías (directrices 7, 8 y 10)

- Aunque un riesgo pueda formar parte de varias de las categorías de riesgos que se recojan en el folleto, sólo deberá aparecer en la categoría que resulte más relevante. Asimismo, el uso de referencias cruzadas de riesgos en distintas categorías se considera que dificulta la inteligibilidad del texto.
- En cada categoría se mencionarán primero los factores de riesgo más importantes atendiendo a la evaluación que hagan los responsables. Las Directrices no van más allá del contenido de nivel I y no sugieren un orden

secuencial adicional.

Sobre el número de categorías y sub-categorías (directriz 9)

- Las Directrices no limitarán el uso de categorías a un tipo particular de folleto como proponía la primera redacción. No obstante, dado que el Reglamento prevé que el número de categorías debe ser limitado, no parece razonable el uso de sub-categorías para menoscabar este principio. La restricción numérica de diez categorías es flexible. Las AC deberán evaluar caso a caso si el número podría ser superior o inferior a diez.

Sobre la presentación concisa de los factores de riesgo (directriz 11)

- Las descripciones de los factores de riesgo deberán ser concisas, el uso de texto adicional no debe oscurecer la comprensión del riesgo. No obstante, las AC realizarán una evaluación caso a caso teniendo en cuenta el principio de proporcionalidad.

Sobre la descripción de los factores en el resumen del folleto (directriz 12)

- Las AC deberán comprobar que el orden de presentación de los factores de riesgo en el resumen del folleto es consistente con su presentación en el cuerpo del folleto.

Enlace de interés:

[Informe Final sobre las Directrices de ESMA en relación con los factores de riesgo conforme al Reglamento de Folletos \(sólo disponible en inglés\)](#)