

NOTAT

Finanstilsynet

3. november 2021

J.nr.
/SLO

Risikofaktorer i prospekter

Med visse undtagelser er der pligt til at udarbejde et prospekt, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel på et reguleret marked. Der gælder en lang række krav til, hvordan et prospekt skal udarbejdes. Et af kravene er, at det skal indeholde en beskrivelse af risikofaktorer.

Dette notat uddyber de krav, der gælder til beskrivelsen af risikofaktorerne, og hvordan Finanstilsynet forholder sig til risikofaktorerne ved gennemgangen af prospektet.

1. Reglerne om risikofaktorer

Hovedbestemmelsen om risikofaktorer findes i artikel 16 i prospektforordningen¹. Artikel 16 i prospektforordningen suppleres af Kommissionens delegerede forordning (EU) 2019/980 af 14. marts 2019, der indeholder de enkelte bilag, som et prospekt skal udarbejdes i henhold til.

ESMA har derudover udarbejdet et sæt retningslinjer om risikofaktorer i henhold til prospektforordningen². Formålet er at understøtte en passende, fokuseret og strømlinet offentliggørelse af risikofaktorer. Finanstilsynet følger retningslinjerne, som adresserer de kompetente myndigheder. De personer, der er ansvarlige for at udarbejde prospekter, bør dog tage retningslinjerne i betragtning, da det vil kunne bidrage til at sikre en hurtigere godkendelsesproces³.

1.1. Hvad siger reglerne?

Risikofaktorerne i et prospekt skal være begrænset til risici, der er:

- *specifikke* for udstederen og/eller værdipapirerne,
- *væsentlige* for investors informerede investeringsbeslutning og

¹ Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2017/1129 af 14. juni 2017

² Guidelines on Risk Factors under the Prospectus Regulation 01/10/2019 (ESMA31-62-1293)

³ Guidelines on Risk Factors under the Prospectus Regulation 01/10/2019 (ESMA31-62-1293), afsnit

- *underbygget* af det øvrige indhold af prospektet⁴.

Ovennævnte tre kriterier suppleres af et kriterium om, at hver enkelt risikofaktor skal beskrives *tilstrækkeligt udførligt* med en forklaring om, hvordan den påvirker udstederen eller de værdipapirer, der udbydes eller skal optages til handel⁵.

De fire kriterier vil blive nærmere behandlet i afsnit 1.1.1. – 1.1.4.

Beskrivelsen af risikofaktorerne skal ske i et afsnit i prospektet med overskriften "Risikofaktorer"⁶. Afsnittet skal fremlægge risikofaktorerne i et begrænset antal kategorier afhængigt af deres art⁷. Et standardprospekt bør ikke indeholde mere end ti kategorier. Eksempler på kategorier kan være:

- risici forbundet med udsteders finansielle situation
- risici forbundet med udsteders forretningsaktiviteter og branche
- retlige risici
- risici forbundet med værdipapirernes art
- risici forbundet med udbuddet til offentligheden/optagelsen til handel⁸.

Indenfor hver kategori skal de væsentligste risikofaktorer nævnes først, men det er ikke et krav, at risikofaktorerne i øvrigt rangeres efter væsentlighed⁹.

1.1.1. Specifikke risikofaktorer

En risikofaktor skal være specifik for udstederen og/eller værdipapirerne¹⁰. Det betyder, at der skal være en *klar og direkte forbindelse* mellem risikofaktoren og udstederen/værdipapirerne¹¹.

Et prospekt bør derfor ikke indeholde risikofaktorer, der er generiske og dermed kun tjener som ansvarsfraskrivelser, som eksempelvis makroøkonomiske ansvarsfraskrivelser. Ansvarsfraskrivelser som disse vil kunne sløre de *egentlige* risici, som udsteder er udsat for, og som investorerne bør være opmærksomme på¹².

⁴ Artikel 16, stk. 1, 1. afsnit, i prospektforordningen

⁵ Artikel 16, stk. 1, 3. afsnit, i prospektforordningen

⁶ Bilag 1, 3 og 6-17 i Kommissionens delegerede forordning (EU) 2019/979 af 14. marts 2019

⁷ Artikel 16, stk. 1, 4. afsnit, i prospektforordningen

⁸ Guidelines on Risk Factors under the Prospectus Regulation 01/10/2019 (ESMA31-62-1293), afsnit 35, 36 og 39

⁹ Artikel 16, stk. 1, 4. afsnit, i prospektforordningen

¹⁰ Artikel 16, stk. 1, 1. afsnit, i prospektforordningen

¹¹ Guidelines on Risk Factors under the Prospectus Regulation 01/10/2019 (ESMA31-62-1293), retningslinje 1

¹² Betragtning 54 i prospektforordningen

En risikofaktor, der i virkeligheden udgør en praktisk oplysning, bør heller ikke inkluderes i risikofaktorafsnittet. Et eksempel på dette er en risikofaktor (oplysning) om, at amerikanske statsborgere ikke kan udøve fortegningsretten. Dette udgør som udgangspunkt ikke en risiko, og oplysningen bør derfor placeres et andet sted i prospektet.

Specifikke risici for udsteder

Risici, der er specifikke for udsteder, vil typisk være forskellige fra udsteder til udsteder. Nogle risici, som f.eks. efterlevelse af lovkrav og IT-sikkerhedsbrud, vil være aktuelle for mange udstedere. Udstedere, der opererer indenfor samme branche, kan også blive udsat for de samme risici.

Den negative virkning af risikofaktorens indtræden vil dog være forskellig fra udsteder til udsteder, og beskrivelsen af risikofaktoren bør afspejle dette¹³. For en udsteder, der f.eks. sælger sine produkter til B2C-kunder online og dermed er i besiddelse af en stor mængde persondata, vil den negative virkning af et IT-sikkerhedsbrud være anderledes end for en udsteder, der f.eks. kun bruger IT til logistik og lagerstyring, men ikke er i besiddelse af persondata. Risikofaktorens indtræden for den førstnævnte virksomhed kan f.eks. medføre et dårligt omdømme, hvorimod den for den anden virksomhed kan medføre leveringsvanskeligheder. Beskrivelsen af risikofaktoren skal afspejle denne direkte forbindelse mellem risikofaktoren og udstederen, så risikofaktoren fremstår specifik for den enkelte udsteder. Udsteder kan bl.a. specificere en risikofaktor ved brug af konkrete eksempler.

Specifikke risici for værdipapirerne

Risici, der er specifikke for værdipapirerne, vil i højere grad være ens, end risici, der er specifikke for udsteder. Forskellen på risikofaktorerne vil primært bestå i, hvilken type værdipapir der er tale om. Eksempelvis vil kursen for aktier typisk være mere volatil end for obligationer. Forbindelsen mellem risikofaktoren og værdipapirerne skal dog fortsat være klar og direkte. Risikofaktorer, der vedrører generelle markedsforhold uden at skabe en klar og direkte forbindelse til det pågældende værdipapir, kan ikke betragtes som specifikke.

Prospektforordningen fastslår to risici, som risikofaktorafsnittet om værdipapirerne altid skal omfatte. Det drejer sig om værdipapirets placering i rangordenen i tilfælde af f.eks. konkursbehandling og, hvis der er knyttet en garanti til værdipapirerne, de specifikke og væsentlige risikofaktorer, der vedrører garantien¹⁴.

¹³ Guidelines on Risk Factors under the Prospectus Regulation 01/10/2019 (ESMA31-62-1293), afsnit 18

¹⁴ Artikel 16, stk. 2 og 3, i prospektforordningen

1.1.2. Væsentlige risikofaktorer

Det er en betingelse, at risikofaktoren, der er specifik for udstederen eller værdipapirerne, har væsentlig betydning for investors mulighed for at træffe en informeret investeringsbeslutning¹⁵. Risikofaktorens væsentlighed vurderes ud fra, hvor *sandsynligt* det er, at risikofaktoren indtræder, og det forventede omfang af risikofaktorens *negative virkning*¹⁶.

Beskrivelsen skal lægge vægt på begge forhold. Det er ikke tilstrækkeligt kun at lægge vægt på f.eks. sandsynligheden. En risikofaktor, der med høj sandsynlighed vil indtræde, men med meget lille negativ virkning, er ikke nødvendigvis væsentlig for en informeret investeringsbeslutning. Det samme gælder for en risikofaktor, hvis indtræden vil have omfattende negativ virkning, men som til gengæld er usandsynlig.

I det omfang det er muligt, bør kvantitative oplysninger, f.eks. statistik, inkluderes for at illustrere en risikofaktors væsentlighed¹⁷. Et forsikringsselskab, der f.eks. udbyder forsikringer på storm- og vandskader, og hvis resultat dermed påvirkes af vejret, kan f.eks. inkludere en analyse, der viser sammenhængen mellem vejret og udbetalingen af forsikringssummer – og dermed forsikringsselskabets resultat. Hvis det ikke er muligt at inkludere kvantitative oplysninger, kan væsentligheden beskrives ved at anvende en kvalitativ skala med lav, middel eller høj¹⁸. Det er dog ikke et krav at bruge en kvalitativ skala, og udsteder kan beskrive risikofaktorens væsentlighed på anden vis.

Det primære formål med risikofaktorafsnittet er at sikre, at investorerne foretager en velbegrunderet vurdering af risikofaktorerne og dermed træffer deres investeringsbeslutning med fuldt kendskab til de faktiske forhold¹⁹. Det betyder, at en risikofaktors væsentlighed skal være tydelig for investor. Med andre ord bør udsteder for *hver enkelt risikofaktor* vurdere og beskrive sandsynligheden for, at den indtræder, og det forventede omfang af risikofaktorens negative virkning ved dens eventuelle indtræden. Er det f.eks. ikke muligt at kommentere sandsynligheden for den enkelte risikofaktor, fordi det ikke er muligt at foretage en pålidelig vurdering af denne, bør udsteder tydeliggøre dette i risikofaktorafsnittet.

Det er tilladt at bruge formildende sprog for at illustrere sandsynligheden og det negative omfang, men formildende sprogbrug derudover bør undgås²⁰. Eksempler på formildende sprogbrug, som kan accepteres, er en angivelse af, at der er *lav sandsynlighed* for, at en risikofaktor indtræder, eller en angivelse af, at den

¹⁵ Artikel 16, stk. 1, 1. afsnit, i prospektforordningen

¹⁶ Artikel 16, stk. 1, 2. afsnit, i prospektforordningen

¹⁷ Guidelines on Risk Factors under the Prospectus Regulation 01/10/2019 (ESMA31-62-1293), afsnit 27

¹⁸ Artikel 16, stk. 1, 3. afsnit, i prospektforordningen

¹⁹ Betragtning 54 i prospektforordningen

²⁰ Guidelines on Risk Factors under the Prospectus Regulation 01/10/2019 (ESMA31-62-1293), afsnit

negative virkning ved risikofaktorens indtræden forventes at være *begrænset* eller *afgrænset* til visse områder.

Formildende sprogbrug, der slører sandsynligheden og det negative omfang, er derimod ikke tilladt.

1.1.3. Underbygget af prospektets øvrige indhold

En risikofaktors specificitet og væsentlighed skal være underbygget af indholdet i registreringsdokumentet og værdipapirnoten²¹. Beskrivelsen af risikofaktoren skal med andre ord være underbygget af prospektets øvrige indhold. Underbygningen kan f.eks. ske ved at indsætte henvisninger i risikofaktorafsnittet til andre relevante dele af prospektet eller ved en henvisning til det samlede billede af udstederen og værdipapirerne, der præsenteres i prospektet²².

1.1.4. Tilstrækkeligt udførlig beskrivelse

Hver enkelt risikofaktor skal beskrives tilstrækkeligt udførligt med en forklaring om, hvordan den påvirker udstederen eller værdipapirerne²³. Det betyder grundlæggende, at investorerne skal være i stand til at identificere de væsentligste risici ud fra beskrivelsen af risikofaktorerne²⁴. Det er især vigtigt, at beskrivelsen af en risikofaktor tydeligt angiver, hvordan den påvirker udstederen eller værdipapirerne. Kravet om, at hver enkelt risikofaktor skal beskrives tilstrækkeligt udførligt, hænger derfor tæt sammen med de øvrige krav om specificitet, jf. afsnit 2.1.1., og væsentlighed, jf. afsnit 2.1.2.

Kravet om, at hver enkelt risikofaktor skal beskrives tilstrækkeligt udførligt, indebærer også, at beskrivelsen af risikofaktoren ikke skal være for lang. En for lang beskrivelse og en for stor mængde af informationer kan nemlig sløre risikofaktorerne. Udsteder skal derfor så vidt muligt sikre, at risikofaktoren beskrives kortfattet og præcist²⁵.

2. Eksempler på risikofaktorer

Nedenfor følger to eksempler, som stammer fra ESMA's retningslinjer om risikofaktorer i henhold til prospektforordningen²⁶. Efter hvert eksempel følger en udlægning af, hvad der gør risikofaktorerne specifikke og væsentlige.

²¹ Artikel 16, stk. 1, i prospektforordningen

²² Guidelines on Risk Factors under the Prospectus Regulation 01/10/2019 (ESMA31-62-1293), afsnit 32

²³ Artikel 16, stk. 1, 3. afsnit, i prospektforordningen

²⁴ Betragtning 54 i prospektforordningen

²⁵ Guidelines on Risk Factors under the Prospectus Regulation 01/10/2019 (ESMA31-62-1293), guideline 11

²⁶ Guidelines on Risk Factors under the Prospectus Regulation 01/10/2019 (ESMA31-62-1293), bilag

2.1. Eksempel 1: Risiko relateret til naturkatastrofer

Udstederens største produktionssted (fabrikken ABC), som producerede 30 % af udstederens omsætning sidste år, er beliggende tæt på en flod, der går over sine bredder næsten hvert forår. Oversvømmelsen kan forhindre transporten fra lager til distributionscentre og dermed afbryde leveringen af varer til slutkunderne. Kontrakter med flere af udstederens nøglekunder giver disse kunder ret til at betale en reduceret pris for udstederens varer, hvis varerne ikke leveres til tiden. Hertil kommer, at størstedelen af udstederens aftaler med kunderne dækker et kortere tidsrum end et år. Forsinket levering kan påvirke udstederens omdømme hos dennes kunder og betyde, at de henvender sig til udstederens konkurrenter i forbindelse med fremtidige krav.

Risikofaktoren bliver *specifik* for udstederen ved bl.a. at angive udsteders produktionssted, fabrikken ABC. Produktionsstedet stod for at producere 30 pct. af udsteders omsætning sidste år. Den præcise angivelse af procenter er en kvantitativ oplysning, der er med til at bidrage til forståelsen af risikofaktorens *væsentlighed*. Risikoen ligger i, at floden, der ligger tæt på fabrikken, går over sine bredder, og at dette kan påvirke vareleveringen. Oplysningen om, at floden går over sine bredder næsten hvert forår, illustrerer *sandsynligheden* for risikofaktorens indtræden. Oplysningerne om konsekvenserne i form af bl.a. leveringsvanskeligheder, reduceret pris og indflydelse på udsteders omdømme er med til at beskrive omfanget af den *negative virkning*.

Det står ikke direkte angivet i beskrivelsen af risikofaktoren, at udsteders finansielle situation vil blive påvirket ved risikofaktorens indtræden, men det er muligt for investor at udlede på baggrund af beskrivelsen. For at sikre, at risikofaktoren er beskrevet tilstrækkeligt udførligt, opfordrer Finanstilsynet til, at udsteder skriver direkte, at f.eks. udsteders resultat, herunder finansielle situation, vil blive påvirket, hvis risikofaktoren indtræder. Finanstilsynet vurderer desuden, at udsteder i dette tilfælde kunne gøre beskrivelsen af risikofaktoren endnu mere konkret, f.eks. ved at inkludere betydningen af tidligere oversvømmelser i udsteders historie. Disse oplysninger vil i høj grad bidrage til forståelsen af omfanget af den negative virkning.

2.2. Eksempel 2: Risiko relateret til miljømæssige forhold

Udstederen er forpligtet til at overholde et strengt sæt bæredygtighedskriterier for at opretholde sin ISO-certificering. Udstederen er underlagt en halvårlig evaluering af (myndighed XYZ), som kan beslutte at tilbagekalde udstederens ISO-certificering på grund af manglende overholdelse. Udstederen er afhængig af at fastholde sin ISO-certificering for at bevare kontrakten som leverandør til sine to største kunder. De varer, der blev leveret til disse to kunder, genererede 40 % af udstederens driftsoverskud sidste år.

Risikofaktoren bliver *specifik* for udsteder ved oplysningen om, at udstederen er forpligtet til at overholde en række bæredygtighedskriterier for at opretholde sin ISO-certificering. Risikoen består i, at udsteder er underlagt en evaluering af myndighed XYZ, som kan beslutte at tilbagekalde ISO-certificeringen. Denne oplysning er også med til at gøre risikofaktoren specifik for udsteder. Det er vanskeligt for udsteder at vurdere og kommentere sandsynligheden for, at risikofaktoren indtræder, medmindre udsteder er klar over, at bæredygtighedskriterierne ikke er opfyldt. Oplysningen om, at denne evaluering foregår halvårligt, er til gengæld med til at illustrere *hyppigheden* af risikofaktoren. Udsteder er afhængig af sin ISO-certificering for at bevare kontrakten med sine to største kunder. Denne oplysning er med til at bidrage til forståelsen af risikofaktorens *væsentlighed*. De to største kunder, som udsteder kan risikere at miste kontrakten med, genererede 40 pct. af udsteders driftsoverskud sidste år. Denne oplysning med angivelse af procenter er en kvantitativ oplysning, der er med til at illustrere omfanget af den negative virkning, hvis risikofaktoren skulle indtræde. Det står ikke direkte angivet, at udsteders finansielle situation vil blive påvirket, men dette er muligt for investor at udlede på baggrund af beskrivelsen af risikofaktoren.

3. Finanstilsynets gennemgang af risikofaktorafsnittet

Når Finanstilsynet gennemgår risikofaktorafsnittet i et prospekt, er det først og fremmest for at sikre, at kravene i artikel 16 i prospektforordningen er opfyldt.

ESMA's retningslinjer om risikofaktorer i henhold til prospektforordningen²⁷ fastlægger derudover, hvad de kompetente myndigheder, herunder Finanstilsynet, skal lægge vægt på, når de gennemgår risikofaktorafsnittet. Det følger bl.a. af retningslinjerne, at de kompetente myndigheder ikke er forpligtede til at vurdere, om risikofaktorerne faktisk er specifikke og væsentlige. Denne vurdering påhviler udelukkende udsteder. De kompetente myndigheder skal dog sikre, at specificiteten og væsentligheden fremgår tydeligt²⁸. Er dette ikke tilfældet, kan de kompetente myndigheder udfordre beskrivelsen af den enkelte risikofaktor.

Når Finanstilsynet gennemgår risikofaktorafsnittet, kan afsnittet derfor give anledning til spørgsmål, eller Finanstilsynet kan vurdere, at der skal ske tilpasninger. Finanstilsynet informerer den person, der er ansvarlig for udarbejdelsen af prospektet, om dette. Finanstilsynet foretager en konkret og individuel gennemgang af hvert enkelt prospekt. Det indebærer f.eks. et hensyn til, hvilken type investorer prospektet retter sig mod, ved vurderingen af, om risikofaktorerne er beskrevet tilstrækkeligt udførligt²⁹.

²⁷ Guidelines on Risk Factors under the Prospectus Regulation 01/10/2019 (ESMA31-62-1293)

²⁸ Guidelines on Risk Factors under the Prospectus Regulation 01/10/2019 (ESMA31-62-1293), afsnit 21 og 26

²⁹ Guidelines on Risk Factors under the Prospectus Regulation 01/10/2019 (ESMA31-62-1293), afsnit

Den person, der er ansvarlig for at udarbejde prospektet, får herefter mulighed for at besvare Finanstilsynets spørgsmål ved f.eks. at forelægge supplerende oplysninger eller foretage de nødvendige tilpasninger. Hvis personen er ude af stand eller uvillig til at foretage de nødvendige tilpasninger, kan Finanstilsynet gøre brug af beføjelserne i artikel 20 i prospektforordningen³⁰. Finanstilsynet kan afvise at godkende prospektet, hvis det vurderer, at risikofaktorafsnittet ikke lever op til reglerne.

³⁰ Guidelines on Risk Factors under the Prospectus Regulation 01/10/2019 (ESMA31-62-1293), afsnit