



Juridisk Publikation

STOCKHOLM - UPPSALA - LUND - GÖTEBORG - UMEÅ

Jakob Fäste

Kunskap är makt

– en betraktelse av den nya prospektförordningens försök att
möjliggöra välinformerade investeringsbeslut

Särtryck ur häfte 1/2020

KUNSKAP ÄR MAKT

– EN BETRÄKTELSE AV DEN NYA PROSPEKT-FÖRORDNINGENS FÖRSÖK ATT MÖJLIGGÖRA VÄLINFORMERADE INVESTERINGSBESLUT

Av Jakob Fäste¹

”Kunskap är makt”, brukar det heta. De senaste ändringarna i det unionsrättsliga prospektregelverket är ägnade att ge investerare mer nyanserad information om de värdepapper som presenteras i prospekt och dessas emittenter. Ändringarna syftar till att möjliggöra mer välinformerade investeringsbeslut och stärka investerarskyddet genom att ge investerare mer kunskap om vad som presenteras. Kunskap i konventionell mening förutsätter objektivitet och objektiva sanningar behöver kunna verifieras för att inte förlora sin position som just sådana. De regulatoriska nyheterna i prospektregelverket borgar, trots sitt syfte, för kompromisser med objektiviteten och en grumlad transparens. Med hjälp av begreppen ”kvalitativ och kvantitativ väsentlighetsangivelse” samt ”kontextuell väsentlighet” syftar denna betraktelse till att belysa de intellektuella dilemman och den bristande koherens som det nya regelverket ger upphov till och ger uttryck för – bekymmer som riskerar att infektera objektiviteten och till följd därav hämma investerares kunskapsinhämtning och förfela syftet med regelverket.

I. INLEDNING

Den 21 juli 2019 trädde den nya EU-förordningen 2017/1129 om offentliggörande av prospekt² ikraft och ersatte det tidigare EU-direktivet 2003/71.³ Ett prospekt är ett dokument med skriftlig information som presenterar värdepapper som ett bolag erbjuder till allmänheten eller tar upp till handel på en reglerad marknad.⁴ Prospektförordningen (tidigare Direktivet) reglerar vilken

¹ Juristexamen, LL.M. vid Lunds universitet. Jakob Fäste arbetar i Roschier Advokatbyrå AB:s verksamhetsgrupp *Finance and Restructuring*. Åsikter och ställningstaganden i denna juridiska betraktelse är författarens egna.

² Förordningens officiella titel är *Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2017/1129 av den 14 juni 2017 om prospekt som ska offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel på en reglerad marknad, och om upphävande av direktiv 2003/71/EG*. I framställningen kommer den hädanefter ömsom benämnas *Prospektförordningen* och ömsom *förordningen*.

³ Direktivets officiella titel är *Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/71/EG av den 4 november 2003 om de prospekt som ska offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel och om ändring av direktiv 2001/34/EG*. Se artikel 46 punkt 1 och punkt 3 förordning 2017/1129. I framställningen kommer den hädanefter benämnas *direktivet*.

⁴ Se exempelvis punkt 2, punkt 7 och punkt 27 i skälen i ingressen till förordning 2017/1129.

information prospektet ska innehålla och hur denna information ska presenteras. Det stipuleras exempelvis i förordningen (och gjordes även i direktivet) att prospektet ska innehålla information om bolagets verksamhet, styrelse och ledning, historisk finansiell information och information om egenskaperna hos de värdepapper som bolaget erbjuder till allmänheten eller tar upp till handel på en reglerad marknad genom prospektet. *Prospektet ska även innehålla en presentation av de risker som är förenade med en investering i värdepapperna ifråga* – dessa kallas för *riskfaktorer*, enligt förordningens terminologi. Riskfaktorerna hänför sig till både värdepapperna och till bolaget.⁵

Syftet med prospektinstitutet speglar unionslagstiftarens ambition att skapa förutsättningar för företag att finansiera sin verksamhet genom diversifierade kapitalkällor. Prospektet tjänar här till som ett instrument för att presentera värdepapper och emittent, vilket möjliggör för potentiella investerare att förstå *vad* det är som erbjuds eller tas upp till handel och av *vem*, och därmed värdera hur attraktivt detta erbjudande är. Unionslagstiftarens ambition är att med hjälp av regleringen av prospekt säkra investerarnas förståelse och därmed ge dem ett starkare skydd. Ett av prospektinstitutets syften är således att minska, eller idealiskt helt omintetgöra, den informationsasymmetri som av naturliga skäl är för handen mellan emittenten och potentiella investerare. Det är emittenten som bäst känner sin verksamhet och därmed också dess brister och förtjänster. Det är även emittenten som har mest kunskap om de värdepapper som erbjuds eller tas upp till handel. Potentiella investerare är hänvisade till sin egen förmåga att analysera den data som läggs fram i och med prospektet och är sålunda direkt beroende av riktigheten i det material som presenteras för att kunna fatta ett välvägt investeringsbeslut – därav den nogsamma regleringen i förordningen om vad som ska framgå av prospektet och hur detta ska presenteras.⁶ Förordningen innehåller i detta avseende flertalet nyheter jämfört med dess regulatoriska föregångare. Förutom att rättsakten numera är av en ädlare valör betraktat utifrån den unionsrättsliga förståelsen av rättskällevärdet,⁷ innehåller förordningen även exempelvis nya regler för små och medelstora företag som önskar erbjuda värdepapper till allmänheten eller ta upp dessa till handel

5 Se bilaga I och artikel 16 i förordning 2017/1129 och se bilaga I i direktiv 2003/71.

6 Se punkt 1–7 och punkt 27 i skälen i ingressen till förordning 2017/1129 och se punkt 4, punkt 10 och punkt 16–21 i skälen i ingressen till direktiv 2003/71.

7 Se artikel 288 i fördraget om Europeiska unionens funktionssätt där det anges att en förordning är bindande och direkt tillämplig i varje medlemsstat, till skillnad från ett direktiv som är bindande ifråga om resultat för de medlemsstater till vilket det är riktat. Förklaringen till att unionslagstiftaren reglerar prospektinstitutet genom förordning istället för genom direktiv är risken för oenhetlighet i rättstillämpningen medlemsstaterna emellan vid reglering genom direktiv, se punkt 60 i skälen till förordning 2017/1129.

på en reglerad marknad samt för bolag som gör detta regelbundet.⁸ Förordningen innehåller även nyheter beträffande hur *riskfaktorer* ska presenteras som är relevanta för alla bolag som erbjuder värdepapper eller tar upp dessa till handel på en reglerad marknad. Till skillnad från direktivet föreskriver förordningen att riskfaktorerna ska ange för emittenten och värdepapperna såväl *specifika* som *väsentliga* risker. Väsentligheten hos en riskfaktor ska, enligt förordningen, bestämmas genom en bedömning av *dels* hur *stor sannolikheten* är att risken ifråga inträffar och *dels* hur *stor förväntade omfattningen av dess negativa effekter* är. Riskfaktorerna ska dessutom presenteras i ett begränsat antal kategorier, vari den mest väsentliga riskfaktorn i respektive kategori ska presenteras först.⁹ Denna metodik i förhållande till riskfaktorer fordrar nya överväganden av emittenter och ger upphov till frågor och teoretiska bekymmer som påverkar både emittenter och skyddet för investerare. I det följande kommer några av dessa frågor och teoretiska dilemman beröras.

2. RISKFAKTORERS VÄSENTLIGHET: VÄSENTLIGHETS-RESULTAT, VÄSENTLIGHETSANGIVELSE OCH KONTEXTUELL VÄSENTLIGHET

Av det dokumenterade lagstiftningsarbete som föregick förordningen framgår ett kritiskt förhållningssätt till det dåvarande sättet att utforma riskfaktorer i prospekt. Den Europeiska kommissionen¹⁰ ansåg att riskfaktorer såsom de författades då var generiska till sin utformning och snarare användes som ett skydd för emittenter att undgå skadeståndsansvar än för att möjliggöra välinformerade investeringsbeslut. Kommissionen ansåg att detta förhållande var ogynnsamt för investerarskyddet eftersom det försvårade förståelsen för de egentliga riskerna med att investera i värdepapper, snarare än att minska informationsasymmetrin mellan emittent och investerare. I syfte att åtgärda detta föreslog kommissionen att riskfaktorer skulle vara specifika för emittenten och de värdepapper som omfattades av prospektet samt att endast väsentliga risker skulle presenteras som riskfaktorer, även graden av väsentlighet skulle framgå. Vidare skulle riskfaktorerna presenteras i kategorier för att underlätta investerarnas förståelse av informationsmaterialet.¹¹

8 Se punkt 51 och punkt 78 i skälen i ingressen till, samt artikel 14, förordning 2017/1129.

9 Se artikel 16 förordning 2017/1129 och se Europeiska värdepappers- och marknadsmyndighetens (Eng. *European Securities and Markets Authority*) (ESMA) riktlinjer *Guidelines on Risk factors under the Prospectus Regulation*, s. 12–14.

10 Den Europeiska kommissionen benämns härnäst *kommissionen* i framställningen.

11 Se COM(2015) 583 final Europeiska kommissionens förslag till *Europaparlamentets och rådets förordning om de prospekt som ska offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel*, s. 18 och 29.

2.1 UTREDNING AV VÄSENTLIGHETSRESULTAT

Som angivits under avsnitt 1 infördes kommissionens förslag i förordningen. Där direktivet tidigare var tyst om hur riskfaktorerna närmare skulle skrivas, talar förordningen nu om hur riskfaktorerna ska presenteras; de ska presenteras på sådant sätt att dess väsentlighet kan utrönas av läsaren.¹² Denna *väsentlighetsangivelse* innebär att emittenten numera måste beskriva hur väsentlig risken är. Förordningen skänker emittenter två alternativa tillvägagångssätt för att göra detta – emittenten kan antingen (i) gradera riskfaktorerna kvalitativt genom att tillskriva dem väsentlighetsgraden *låg*, *medel* eller *hög* eller (ii) beskriva väsentligheten kvantitativt i brödtexten för respektive riskfaktor. Vid bedömningen av hur väsentlig en riskfaktor är ska två parametrar tas i beaktande och vägas mot varandra – (i) *sannolikheten för att risken ifråga realiserar* och (ii) den *förväntade negativa omfattningen* om risken skulle realiserar. Genom att väga dessa två parametrar mot varandra nås ett *väsentlighetsresultat*, som bestämmer riskfaktorns väsentlighet och som således kan beskrivas antingen kvalitativt eller kvantitativt.¹³ Av denna metodik följer att två olika risker med var för sig helt olika beskaffenhet kan komma att tillskrivas samma väsentlighet – en risk med stor förväntad negativ omfattning men med liten sannolikhet för att realiserar kan tillskrivas samma väsentlighet som en risk som är beskaffad precis tvärtom. Detta är en nödvändig följd av att metodiken för väsentlighetsangivelse såsom denna stipuleras i förordningen består av två parametrar.

Det bör uppmärksammas att utredningen av väsentlighetsresultat har potential att vara en mycket komplex process. Att förutse en risks sannolikhet för realisering samt en risks förväntade negativa omfattning är ingen lätt uppgift och det är sannolikt svårt att avgöra vad som är rätt och fel, utom i de mest flagranta fallen. Att därtill vikta dessa parametrars inbördes betydelse för en väsentlighetsangivelse kräver måhända än mer eftertanke. Det är även en sak att komma fram till ett resultat av sin väsentlighetsanalys, men en annan att förstå den och presentera den korrekt. Detta sista led i tankeoperationen utgörs av den väsentlighetsangivelse som nämndes i föregående stycke och som nu ska undersökas mer ingående.

12 Se artikel 16 förordning 2017/1129 och se Europeiska värdepappers- och marknadsmyndighetens riktlinjer *Guidelines on Risk factors under the Prospectus Regulation*, s. 13. ESMA:s behörighet att utveckla riktlinjer beträffande riskfaktorer framgår av punkt 4 i artikel 16 förordning 2017/1129.

13 Se artikel 16 förordning 2017/1129. I ESMA:s riktlinjer förtydligas det att riskfaktorerna kan beskrivas kvalitativt på annat sätt än genom tillämpning av graderingen *låg*, *medel*, *hög*, s. 11.

2.2 KVALITATIV ELLER KVANTITATIV VÄSENTLIGHETSANGIVELSE

Väsentlighetsangivelse kan således ske genom tillämpning av det som i denna artikel kommer att kallas för *kvalitativ* respektive *kvantitativ väsentlighetsangivelse*.¹⁴ Beroende på vilken typ av väsentlighetsangivelse som väljs att tillämpas inom ramen för det enskilda prospektet och presentationen av riskfaktorerna uppkommer olika teoretiska och praktiska bekymmer. Ett problem med tillämpningen av kvalitativ väsentlighetsangivelse är den ombenämning av väsentlighetsresultatet som måste ske när resultatet av sammanvägningen av parametrarna (i) sannolikhet för en risks realiserande och (ii) förväntad negativ omfattning ska tilldelas graderingen låg, medel eller hög beroende på riskfaktorns väsentlighet. Vilken innebörd bör läggas i begreppen låg, medel och hög? Vilket innehåll och vilken betydelse har skalan? Varken förordningen eller den vägledning som Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (Eng. *European Securities and Markets Authority*) (ESMA) har framtagit i samband med förordningens ikraftträdande ger något svar på dessa frågor.¹⁵ Den enda tolkningshjälpen som finns är begreppens lexikaliska innebörd i respektive språkversion av förordningen. Detta medför att ett och samma väsentlighetsresultat kan tolkas på olika sätt av olika emittenter, eftersom referensvärdet som väsentlighetsresultatet ska mätas emot (det vill säga graderingen låg, medel, hög) är obestämt ifråga om innebörd. Det sagda är problematiskt ur flera aspekter. En av dessa aspekter är att investerare (vars skydd förordningen är tänkt att stärka)¹⁶ inte med fog kan förvänta sig att olika emittenter lägger samma innebörd i referensvärdet (snarare tvärtom), vilket torde medföra svårigheter att tillämpa jämförelse som investeringsstrategi (det vill säga att jämföra två prospekt med varandra). Observans och förståelse för detta fordras av investerare för att de inte ska fatta ett oinformerat investeringsbeslut mot bakgrund av missförstånd, tvärt emot förordningens syfte. En annan aspekt av detta är givetvis emittentens potentiella villrådighet och svårighet att välja en rättvisande gradering. Det är emittenten som bär det rättsliga ansvaret för den data som presenteras i prospektet och som därmed kan hållas ansvarig för prospektet.¹⁷

14 Se artikel 16 förordning 2017/1129 och se Europeiska värdepappers- och marknadsmyndighetens *Guidelines on Risk factors under the Prospectus Regulation*, s. 10–11.

15 Som tidigare nämnts föreskriver artikel 16 punkt 4 förordning 2017/1129 att ESMA är behörig att utveckla riktlinjer avseende riskfaktorerens väsentlighet, specificitet och kategorisering. ESMA:s riktlinjer skänker dock ingen vägledning avseende detta och gör inte heller något anspråk på att göra det, se Europeiska värdepappers- och marknadsmyndighetens *Guidelines on Risk factors under the Prospectus Regulation* i sin helhet. Enligt artikel 16 punkt 5 förordning 2017/1129 har även kommissionen befogenhet att anta delegerande akter för att specificera hur riskfaktorer ska bedömas (och därmed indirekt hur dessa ska författas). Så har dock till dags dato ännu inte skett.

16 Se punkt 7 i skälen i ingressen till förordning 2017/1129.

17 Se exempelvis punkt 29, punkt 33 och punkt 54 i skälen i ingressen till förordning 2017/1129

Vid tillämpning av kvantitativ väsentlighetsangivelse behöver utredning och fastställande av väsentlighetsresultat ske på samma vis som vid tillämpning av kvalitativ väsentlighetsangivelse, det vill säga genom sammanvägning av parametrarna (i) sannolikhet för en risks realiserande och (ii) förväntad negativ omfattning om risken realiserar. Däremot behöver operationen att fastställa ett väsentlighetsresultats gradering inte genomföras vid tillämpning av denna typ av väsentlighetsangivelse, varför inte heller problemet med att förhålla sig till obestämt referensvärde uppkommer.¹⁸ Detta måste sägas vara av godo i jämförelse med ett fall där graderingen sätts felaktigt av emittenten och riskfaktorernas väsentlighet därmed blir missvisande för investerarna vid tillämpning av kvalitativ väsentlighetsangivelse – i jämförelse med ett sådant fall är det mer gynnsamt för investerarna och investerarskyddet att en tillämpning av kvantitativ väsentlighetsangivelse sker. Det är dock inte givet att en tillämpning av kvantitativ väsentlighetsangivelse bör vara att föredra framför kvalitativ väsentlighetsangivelse om graderingen av riskfaktorernas väsentlighet är rättvisande. I ett sådant fall kan måhända graderingen vara till mer hjälp för investerarna för att uppmärksamma riskernas väsentlighet än om dess väsentlighet beskrivs kvantitativt i löpande brödtext i riskfaktorn. I det sistnämnda fallet behöver investerarna efter bästa förmåga själva tolka den data som beskrivs i brödtexten och värdera denna. I praktiken genomför således *investerarna* vid emittentens tillämpning av kvantitativ väsentlighetsangivelse den gradering av riskfaktorerna som *emittenten* genomför vid tillämpning av kvalitativ väsentlighetsangivelse – investerarna värderar den kvantitativa data som återfinns i riskfaktorn och bedömer om denna data gör att risken ifråga är stor eller liten (hög, medel eller låg). Att denna uppgift lämnas åt investerarna är inte emittentens bekymmer, så länge denne presenterar all data av relevans för att möjliggöra för investerarna att genomföra en sådan analys och fatta ett välinformerat investeringsbeslut. Det är även förenligt med förordningens syfte att främja transparens och minska informationsasymmetri mellan emittent och investerare – att minska informationsasymmetrin innefattar att presentera information, men inte nödvändigtvis att också analysera informationen åt investerarna.

Något bör även sägas om huruvida alla riskfaktorer kan kvantifieras överhuvudtaget. Om man med kvantifiering menar att ange ett numeriskt värde som knyts till en risk är svaret på den frågeställningen antagligen nekande. I teorin kan man tillskriva ett numeriskt värde till en förväntad negativ omfattning av realiserandet av en risk genom att beräkna vilken effekt en realisering av risken

och se COM(2015) 583 final, Annex 5: EVALUATION OF THE PROSPECTUS DIRECTIVE 2003/71/EC, AS AMENDED, s. 16–17.

¹⁸ Se artikel 16 förordning 2017/1129 och se Europeiska värdepappers- och marknadsmyndighetens *Guidelines on Risk factors under the Prospectus Regulation*, s. 10–11.

skulle ha på bolagets intäkter och finansiella resultat. Den ekonomiska effekten utgör i detta fall kvantifieringen. Att däremot tillskriva sannolikheten för att en risk ska inträffa ett numeriskt värde torde vara betydligt mer vanskligt. Hur stor sannolikhet räknat i procent är det exempelvis att en risk realiserar och påverkar emittenten, om risken aldrig förut har realiserats? Ska man vid en sådan sannolikhetsberäkning utgå ifrån att faktumet att händelsen ifråga aldrig har inträffat förut gör att sannolikheten för realiserande är försumbar? Rimligen är det i många fall mycket svårt att beräkna sannolikheten på ett rättvisande sätt, vilket innebär att en kvantifiering i bemärkelsen angivande av numeriskt värde inte är problemfri. I ett sådant fall torde emittenten istället vara hänvisad till att ange riskens sannolikhet för realiserande med beskrivande ord, exempelvis genom att beskriva sannolikheten som ”stor” eller ”liten”, etc. I sådana fall görs således en kvalificering av risken snarare än en kvantifiering och emittentens tillvägagångssätt följer således den metodik som kvalitativ väsentlighetsangivelse innebär ifråga om bestämmande av sannolikheten för riskens realiserande.¹⁹

2.3 KONTEXTUELL VÄSENTLIGHET

Utöver utredning av väsentlighetsresultat och väsentlighetsangivelse måste även riskfaktorerna presenteras och struktureras i kategorier. Förordningen stipulerar att ett prospekt ska innehålla ett begränsat antal kategorier och ESMA:s vägledning, som tidigare har berörts i artikeln, föreskriver att dessa inte bör överstiga tio stycken. Förordningen föreskriver att den mest väsentliga av riskfaktorerna i respektive kategori ska presenteras först, övriga riskfaktorer i en kategori behöver inte presenteras i någon särskild ordning.²⁰ Kategorierna formuleras av emittenten och riskfaktorerna i prospektet sorteras in under respektive kategori efter emittentens eget gottfinnande – här stipulerar förordningen varken tvingande krav eller vägledning.²¹ Om en sådan regulatorisk åtgärd kan man säga väldigt mycket. Till att börja med finns det anledning att ifrågasätta vilket syftet med kategorier är och varför antalet av dessa har valts att regleras i detalj. Det framgår av det dokumenterade lagstiftningsarbetet att syftet med att föreskriva sortering av riskfaktorer i kategorier är att hjälpa investerare att sortera i det informationsmaterial som riskfaktorerna utgör.²²

19 Se även Europeiska värdepappers- och marknadsmyndighetens *Guidelines on Risk factors under the Prospectus Regulation*, s. 10–11 där det som bekant anges att en gradering inte nödvändigtvis behöver ske vid tillämpning av kvalitativ väsentlighetsangivelse.

20 Se artikel 16 förordning 2017/1129 och se Europeiska värdepappers- och marknadsmyndighetens *Guidelines on Risk factors under the Prospectus Regulation*, s. 13.

21 ESMA:s vägledning skänker blott ett fåtal exempel på kategorier som kan användas – se Europeiska värdepappers- och marknadsmyndighetens *Guidelines on Risk factors under the Prospectus Regulation*, s. 12–13.

22 Jfr COM(2015) 583 final Europeiska kommissionens förslag till Europaparlamentets och rådets

I och med att förordningen föreskriver att den mest väsentliga riskfaktorn i respektive kategori ska presenteras först, har dock kategorierna gjorts till mer än ett sorteringsverktyg som underlättar tillgodogörande av den data som presenteras – kategorierna påverkar vad som i denna framställning kallas för *den kontextuella väsentligheten*. En riskfaktor förblir visserligen av samma väsentlighetsgrad som presenteras kvalitativt eller kvantitativt i riskfaktorn och brödtexten i riskfaktorn påverkas inte av under vilken kategori riskfaktorn placeras, men beroende på vilken kategori som formuleras av emittenten kan en och samma riskfaktor antingen hamna överst och därmed anges som väsentligast för investerare (vilket torde öka deras uppmärksamhet avseende denna riskfaktor jämfört med övriga) eller sorteras som, låt säga, fjärde riskfaktor i kategorin. Kategorierna bestämmer den kontext inom vilken riskfaktorerna presenteras och bestämmer därmed också vilka riskfaktorer som framstår som mest relevanta. Detta medför att en mindre väsentlig riskfaktor kan hamna överst och därmed anges som mest väsentlig i en kategori, medan en mycket väsentlig riskfaktor inte behöver rangordnas alls inom en kategori om en annan riskfaktor inom den kategorin råkar vara ännu mer väsentlig.

Det finns all anledning att ifrågasätta om den metodik som har beskrivits ovan är en lyckad regulatorisk åtgärd. Kontext och rättvisande presentation är av vikt i alla texter, kanske inte minst beträffande komplext informationsmaterial som ska möjliggöra välgrundade investeringsbeslut, eftersom det påverkar läsarens intryck av texten. Att en riskfaktors placering har betydelse erkänns även av unionslagstiftaren i och med att förordningen stipulerar att kategorisering av riskfaktorer måste förekomma och att detta enligt det förberedande lagstiftningsarbetet är ägnat att främja förståelsen av informationsmaterialet.²³ Det är även svårt att förstå varför enbart den mest väsentliga av riskfaktorerna i respektive kategori behöver rangordnas och varför den näst mest väsentliga och den tredje mest väsentliga riskfaktorn (och så vidare) kan placeras helt godtyckligt under kategorin ifråga (vilken i sig, som sagt, kan formuleras helt godtyckligt av emittenten). I koherensens namn borde även dessa rangordnas – vilket för övrigt torde ha underlättat förståelsen av väsentligheten av respektive riskfaktor och främjat transparensen. En presentation av riskfaktorerna utan kategorier och där riskfaktorerna rangordnas efter dessas respektive väsentlighet hade givit investerare en mer rättvisande bild av risk-

förordning om de prospekt som ska offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel, s. 29. Det torde vara en inneboende egenskap hos alla former av rättvisande rubriker att de skänker vägledning beträffande brödtextens innehåll.

²³ Se artikel 16 förordning 2017/1129 och jfr COM(2015) 583 final Europeiska kommissionens förslag till Europaparlamentets och rådets förordning om de prospekt som ska offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel, s. 29.

faktorernas inbördes väsentlighet. En sådan presentation hade inneburit en intern jämförelse av väsentligheten mellan alla riskfaktorer i prospektet, och inte bara mellan riskfaktorerna som av emittenten godtyckligt placeras under samma kategori. Den förstnämnda ordningen bygger på objektivitet och likgiltighet till tycke och smak, till skillnad från den (o)ordning som förordningen föreskriver där godtycke (formulering av kategori) och slumpmässighet (slumpmässig placering av alla riskfaktorer under en kategori utom den mest väsentliga) infekterar objektiviteten och transparensen.

3. AVSLUTANDE REFLEKTIONER

Den nya förordningen innehåller regulatoriska nyheter som är ägnade att minska informationsasymmetrier mellan emittent och investerare. Kravet på specificitet och väsentlighetangivelse i den nya förordningen medför i sig självt en större detaljrikedom ifråga om riskfaktorers författande, vilket i sin tur medför mer konkretion där riskerna beskrivs mer nyanserat, vilket i sig möjliggör för investerare att företa en mer nyanserad bedömning och fatta ett mer välinformerat investeringsbeslut. Så långt allt väl. Så som har problematiserats och diskuterats ovan innehåller dock förordningen ett flertal tillkortakommanden, exempelvis en total brist på vägledning ifråga om referensvärde vid tillämpning av kvalitativ väsentlighetsangivelse och inkonsekvens, motsägelsefullhet och oförståelse för kontextuell väsentlighet. Dessa tillkortakommanden i kombination med den svåra tankeoperation som både fastställande av väsentlighetsresultat och kvalitativ respektive kvantitativ väsentlighetsangivelse innebär, riskerar att äventyra en rättvisande presentation av de risker som är förenade med en investering i värdepapper – det riskerar att undergräva den eftersträlvade förstärkningen av investerarskyddet. 🙄