



## **Talepapir til samråd i ERU den 24. juni 2009 om salg og markedsføring af garantiobligationer**

19. juni 2009

Ubp/FT

### **Spørgsmål AC.**

**Af Børsen den 27. maj 2009 fremgår det, at en række forskellige typer af garantiobligationer er truet af konkurser blandt garantistillerne. Samtidig fremgår det, at konsekvensen af flere konkurser vil være, at mange kunder vil miste deres investering i de pågældende værdipapirer på trods af, at obligationerne er solgt som sikre investeringer. Ministeren bedes redegøre for, hvor stort et beløb der er solgt indekserede obligationer for. Derudover bedes ministeren klargøre, hvor mange private kunder, der har investeret i indekserede obligationer, herunder hvor store beløb, der er tale om.**

Jeg tror det vil være nyttigt, hvis vi begynder med at slå fast, hvad det er, vi taler om.

Produkter, som går under betegnelserne ”garantiobligationer”, ”indekserede obligationer” eller ”strukturede obligationer”, er investeringsprodukter, som består af en obligation, hvor hovedstolen udbetales ved udløb, men hvor der i stedet for en løbende forrentning af obligationen købes en option, som man håber på, vil give et bedre afkast, end obligationen ellers ville have givet.

Det kan fx være en option, der er knyttet til udviklingen i aktieindeks, en kurv af valutaer eller i en række råvareindeks. Typiske investeringsområder, som almindelige investorer normalt ikke har adgang til.

En investor får med en struktureret obligation mulighed for at foretage en investering, hvor man kombinerer en typisk meget sikker investering – en obligation, som ikke giver et særligt højt afkast - med en mere risikofyldt investering, som til gengæld har et potentiale for et højt afkast.

Eller det var i hvert fald det, man regnede med.

Det forudsatte imidlertid, at en obligationsudsteder med en høj rating ikke kunne gå konkurs.

Finansrådet har oplyst, at langt de fleste strukturerede obligationer, der er solgt til almindelige investorer, er baseret på obligationer udstedt af ”AAA-ratede” udstedere – det vil sige udstedere med den højeste rating. Det gælder også obligationsudstederne i de to ”plusobligationer”, som har været nævnt i pressen.

Der har også været solgt strukturerede obligationer, som har været baseret på fx virksomhedsobligationer eller obligationer, som er udstedt af finansielle virksomheder med en lavere rating. Og her har risikoen for udstederens konkurs fra begyndelsen været større og dermed også et forhold, man som sælger og investor burde have fokus på.

Der findes ikke nøjagtige tal for, hvor mange penge der er udstedt strukturerede obligationer for, eller over hvor mange private kunder der har købt sådanne produkter.

Finansrådet har oplyst, at der i 2008 er udstedt strukturerede obligationer for ca. 14 mia. kr.

Ultimo 2008 var der placeret ca. 48 mia. kr. i strukturerede obligationer.

Finansrådet oplyser, at man skønner, at ca. 40 % af denne beholdning på 48 mia. kr. er solgt til private. I gennemsnit har private ca. 5 % af deres portefølje i strukturerede obligationer, men der kan være store variationer mellem de enkelte porteføljer. På den baggrund er det skønnet, at ca. 24.000 privatkunder ligger inde med den type obligationer.

**Spørgsmål AD.**

**Ministeren bedes give sin vurdering af, hvor store tab der kan forventes på indekserede obligationer.**

Det er ikke muligt at give et præcist skøn for, hvor store tab der kan forventes på strukturerede obligationer, for det ved man i princippet først, når en udsteder er gået konkurs.

Finansrådet har dog oplyst, at størstedelen af de strukturerede obligationer, som almindelige kunder har købt, er udstedt af udstedere med den højeste kreditværdighed (AAA) og i et mindre omfang af pengeinstitutter.

Der er ofte tale om obligationer udstedt af Kommune Kredit i Danmark, Kommuneinvest i Sverige og MuniFin i Finland. Altså meget ”sikre” udstedere. På en stor del af de udstedte obligationer forventes der således ikke tab, men gevinst.

## Spørgsmål AE

**Ministeren bedes afklare, om hun mener, at det er passende at pengeinstitutterne sælger indekserede obligationer under betegnelserne ”garantiobligationer”, ”Plusobligationer” og ”Sikkerhedsobligationer” og dermed giver kunderne indtryk af, at det er sikre værdipapirer, når Nationalbanken i en undersøgelse fra 2007 konkluderer, at værdipapirerne er så komplekse, at det er vanskeligt at ”adskille lottokuponerne fra de sunde investeringer”.**

Jeg vil gerne indledningsvis slå fast, at Nationalbankens undersøgelse om strukturerede obligationer fra 2007 viste, at det var vanskeligt for almindelige kunder at forholde sig til de omkostninger, som skulle betales til udstederen, og at vurdere mulighederne for at få et afkast.

Der var på daværende tidspunkt ikke fokus på, at den hovedstolsgaranti, som er indbygget i en struktureret obligation - og som gav dem navnet ”garantiobligationer” - naturligvis er betinget af, at obligationsudstederen også er der til at udbetale hovedstolen, når obligationen udløber.

Foranlediget af Nationalbankens undersøgelse bad regeringen i 2007 Finanstilsynet se nærmere på markedsføringen og salget af ”garantiobligationer”.

Finanstilsynet nedsatte en arbejdsgruppe med deltagelse af den finansielle branche, Forbrugerrådet og Dansk Aktionær Forening.

Arbejdet mandede ud i, at Finansrådet i december 2007 udsendte en anbefaling om informationer i forbindelse med salg

og markedsføring af strukturerede produkter.

I anbefalingen er de væsentligste elementer,

- at man skal informere redeligt om produktet, dets bestanddele og de risici, der er knyttet til produktet,
- at man skal understrege, at det er et ”køb og beholdprodukt”, hvor man kun kan få tilbagebetalt hovedstolen, hvis man beholder produktet, til det udløber, og
- at man skal oplyse et ÅOP (årlige omkostninger i procent), så investor kan se, hvor store omkostninger der er knyttet til produktet.

Det blev i den forbindelse fremhævet, at man skal markedsføre produktet på en redelig og retvisende måde, og at man klart skal beskrive de risici, der er knyttet til produktet, herunder også den eventuelle kreditrisiko på udstederen.

Finanstilsynet tilkendegav samtidig, at man bør være varsom med at benytte betegnelsen ”garantiobligationer”, fordi den kan give en investor et falsk indtryk af sikkerheden ved produktet. Nemlig at man garanterede kunden et bestemt afkast.

I anbefalingen betegnes produktet ”strukturerede obligationer”, idet det var det udtryk, som man fandt bedst beskrev produktet.

Så vidt jeg er orienteret, er det også den betegnelse, som udstedere efter 2007 typisk har benyttet.

### **Spørgsmål AF.**

**Ministeren bedes klargøre sin holdning til, om det fortsat skal være tilladt at sælge værdipapirer af typen indeksobli-**

**gationer til private kunder i lyset af, at Nationalbankens direktør Nils Bernstein tidligere har konkluderet at ”det kan være meget vanskeligt at gennemskue sandsynligheden for at få et tilfredsstillende afkast på disse komplicerede produkter”.**

Det har hele tiden været regeringens holdning, at man ikke bør forbyde bestemte produkter, bare fordi de kan være risikable at investere i eller vanskelige at forstå.

Jeg mener ikke, det er fornuftigt eller passende, at vi fra politisk hold skal fortælle forbrugerne, hvad de må købe, og dermed at udelukke dem fra en del af markedet for finansielle produkter.

Derimod har regeringen hele tiden lagt stor vægt på, at kunderne skal have en redelig og sober information og en loyal rådgivning, så de kan træffe deres valg på et informeret grundlag.

Det er i denne forbindelse vigtigt at huske på, at de obligationer, som kunderne nu risikerer at tabe penge på, er solgt, inden vi fik nye regler om investeringsrådgivning, de såkaldte MiFID-regler.

I dag skal man som minimum sikre sig, at en kunde kender de risici, der er knyttet til et struktureret produkt, inden man sælger det til en kunde, som henvender sig for at købe det.

Og hvis banken yder investeringsrådgivning og selv foreslår kunden at købe produktet, skal den begynde med at lave en investeringsprofil på kunden.

Her skal banken afdække kundens risikoprofil, investeringsho-

risont, formål med at foretage investeringen, og det kendskab kunden har til forskellige investeringsprodukter. Først derefter kan man foreslå kunden at købe produktet - og vel og mærke kun, hvis det i øvrigt passer til kundens investeringsprofil.

Hertil kommer så den anbefaling, som jeg allerede har nævnt om hvilke informationer, man skal give i forbindelse med salg og markedsføring af strukturerede produkter.

Hvis en kunde får ordentlig information og en sober rådgivning, mener jeg fortsat, at der ikke er grund til helt at udelukke almindelige mennesker fra at købe et struktureret produkt.

Jeg vil fortsat følge situationen.

### **Spørgsmål AG.**

**Ministeren bedes redegøre for, hvad regeringen har sat i værk for at forbedre pengeinstitutternes information om indekserede obligationer efter Nationalbankens undersøgelse i 2007, hvor indekserede obligationer blev kraftigt kritiseret for at være et vanskeligt produkt at sætte sig ind i.**

Jeg har allerede nævnt, at der blev nedsat en arbejdsgruppe under Finanstilsynet i kølvandet på Nationalbankens kritik i 2007, og at det førte til, at der blev udarbejdet en anbefaling om markedsføring og salg af strukturerede produkter.

Samtidig er de nye rådgivningsregler fra MiFID direktivet trådt i kraft den 1. november 2007.

Reglerne betyder, at banker, der yder investeringsrådgivning,

skal følge en helt præcis fremgangsmåde. De skal udarbejde en investeringsprofil på kunden, og den skal dokumenteres. Efterfølgende skal man kunne undersøge, om de investeringsforslag, som kunden har fået, passer til kundens risikoprofil, investeringshorisont og tager hensyn til, hvad investeringen skal bruges til. Endvidere skal der gives oplysninger om risici ved produktet.

I den nye bekendtgørelse om investorbekyttelse, som indeholder MiFID direktivets regler om rådgivning, blev kravene til, hvordan investeringsprodukter må markedsføres, også strammet. Det betyder bl.a., at der er særlige regler for, hvordan man må reklamere for muligheden for afkast, og at det af en reklame klart skal fremgå, at tidligere gode afkast ikke er en pålidelig indikator for fremtidige afkast.

Hertil kommer, at Finanstilsynet løbende har fokus på forbrugerbeskyttelsen i forbindelse med værdipapirhandel.

Finanskrisen har i den grad lært os, at der *er* en risiko ved at investere, og at der *er* en sammenhæng mellem risiko og muligheden for et stort afkast. Investeringer er ikke bare lottokuponer med gevinst hver gang.

Det er gået op for investorerne, at en obligation ikke altid er det samme, men at der er forskel på en statsobligation og en virksomhedsobligation.

Men krisen har også afsløret, at der har været meget forskelligartede opfattelser af, hvad risiko er, og hvilke risici der knytter



sig til forskellige typer investeringsprodukter. Derfor er der brug for, at den finansielle branche får en langt mere ensartet forståelse af begrebet risiko, og at den kommer til at svare til det, som kunderne forstår ved risiko.

Endelig har Finanstilsynet bebudet, at man vil have fokus på markedsføringen af avancerede finansielle produkter. Der er i 2007 kommet nye og mere præcise regler om vildledning i god skik bekendtgørelserne.

Finanstilsynet har tilkendegivet, at det ikke er acceptabelt at benytte markedsføringsmateriale, der ikke giver en sober beskrivelse af produktet og ikke mindst af de risici, der er forbundet med investeringen. Det må altså ikke være et ensidigt fokus på det afkast, man kan opnå, mens man nedtoner risici.

Og så skal markedsføringen være skrevet, så almindelige mennesker kan forstå det. Man kan ikke gå ud fra, at kunderne kender eller forstår økonomiske fagtermer.

Endelig har Finanstilsynet bebudet, at man vil undersøge behovet for at indføre en certificeringsordning for kunderådgivere. Dette projekt skal ses i lyset af den kritik, der har været rejst af bankrådgiveres manglende kendskab til de til tider meget avancerede finansielle produkter, som de tilbyder til almindelig bankkunder.

Jeg kan i den forbindelse nævne, at Finansforbundet netop har

foretaget en spørgeskemabaseret undersøgelse om ”Rådgivning og salg af strukturerede investeringsprodukter”. I undersøgelsen har 1177 rådgivere svaret på spørgsmål om deres betingelser for at arbejde med disse produkter samt personlige oplevelser med at rådgive om de strukturerede produkter. Undersøgelsen forventes offentliggjort i sommeren 2009, og resultaterne vil naturligvis indgå i Finanstilsynets overvejelser om en certificeringsordning.

Alt i alt mener jeg, at jeg med god samvittighed kan sige, at der er taget en række initiativer, som skal sikre, at almindelige investorer, der begiver sig ud i investeringer i avancerede finansielle produkter, er klar over, hvad det er for et produkt, de investerer i, og hvilke risici, de påtager sig.

#### **Spørgsmål AH.**

**Ministeren bedes redegøre for pengeinstitutternes salgsmetoder af de pågældende indeksobligationer, herunder om salget er foregået telefonisk. Derudover bedes ministeren klargøre, om ministeren agter at sætte Finanstilsynet til at undersøge om alle regler for finansiell rådgivning omkring salget af garantiobligationer og lignende produkter er overholdt. Herudover bedes ministeren redegøre for, om hun vil sikre de ramte kunder hjælp til at føre retssager om rådgivningens kvalitet.**

Jeg har ikke mulighed for at redegøre for, hvordan salget af nogle bestemte obligationer er foregået i 2006, men jeg kan ikke udelukke, at der er kunder, der har købt obligationerne i forbindelse med en telefonisk kontakt med banken.

Det har i mange år været forbudt at ringe uanmodet til en forbruger for at sælge en vare, når der ses bort fra avisabonnementer, forsikringer m.v.. Og det gælder selvfølgelig også for pengeinstitutter. Men mange kunder har givet pengeinstituttet samtykke til, at de må ringe op og tilbyde dem produkter.

Derfor kan der være kunder, som har købt obligationerne i forbindelse med telefonsalg.

Jeg vil dog i den forbindelse gerne understrege, at der også før MiFID-reglerne var god skik-regler, som krævede, at kunder skulle rådgives i forbindelse med en værdipapirhandel. Så selv om salget er foregået via telefonen, har banken stadig haft en forpligtelse til at rådgive kunden.

De rådgivningsregler, der gjaldt i 2006, var dog af mere overordnet karakter end MiFID-reglerne, og der var ikke et krav om, at virksomheden skulle udarbejde en egentlig investeringsprofil og efterfølgende kunne dokumentere denne.

Jeg vil dog gerne slå fast, at der ikke findes lovregler, som kræver, at rådgivningen skal foregå ved en personlig samtale, og at der for så vidt ikke er noget i vejen for, at man kan sælge finansielle produkter over telefonen. Fx i tilfælde hvor kunden allerede har fået udarbejdet en investeringsprofil og kender de produkter, som vedkommende køber.

Finanstilsynet vil i øvrigt som opfølgning på rapporten om egne

aktier præcisere, hvad reglerne om uanmodet henvendelse som fx telefonsalg går ud på, og hvad man som finansiel virksomhed skal være opmærksom på. Det vil ske ved ændring af vejledningen til god skik bekendtgørelsen.

Når det drejer sig om, hvad der sker i forhold til håndhævelsen af reglerne, kan jeg oplyse, at Finanstilsynet har mulighed for at tage sager om rådgivning og salg op af egen drift. Og Tilsynet har allerede taget sagen om markedsføringen og salget af de to strukturerede obligationer Plus Råvarer 2013 op til behandling.

Det kan dog være vanskeligt nu - ca. 3 år efter at obligationerne er solgt – at undersøge, om de banker, som har solgt dem, har overholdt deres rådgivningsforpligtelser.

Hvis der er kunder, som i dag mener, at de har fået forkert eller mangelfuld rådgivning, har de mulighed for at få deres sag prøvet ved Pengeinstitutankenævnet. Det kan dog være vanskeligt at få gennemført sådanne erstatningskrav ved ankenævnet, bl.a. fordi det ikke er muligt for nævnet at afhøre vidner.

Derfor har vi i forbindelse med kreditpakken afsat en særlig ekstrabevilling på 3 mio. kr. om året til Forbrugerombudsmanden. De er givet med det formål, at Forbrugerombudsmanden får en øget mulighed for at føre retssager for kunder i finansielle virksomheder, der har et erstatningskrav p.g.a. vildledende markedsføring eller fejlagtig eller mangelfuld rådgivning.

Kunder, der har lidt tab på strukturerede obligationer, vil altså kunne henvende sig til Forbrugerombudsmanden.