

Aktieindex- obligationer

– en utvärdering av de nya
prospektreglerna

INNEHÅLL

BEGREPPS- OCH ORDLISTA	1
SAMMANFATTNING	3
UTGÅNGSPUNKTER	4
REGELVERK	6
UNDERSÖKNINGEN	8
UPPFÖLJNING AV TIDIGARE UNDERSÖKNING	17
SLUTSATSER	18
FI SKÄRPER TILLSYN OCH PRAXIS	20

Begrepps- och ordlista

Aktieindexobligation	En aktieindexobligation en finansiell produkt som består av en obligation (en skuldförbindelse) och en option. Optionen är ofta kopplad till utvecklingen till ett index eller en korg av aktier.
Aktierelaterat finansiellt instrument	1. aktie och finansiellt instrument som kan jämföras med aktie, såsom interimbevis, fondaktierätt och teckningsrätt, samt 2. finansiellt instrument, såsom konvertibel där rätten att begära konvertering tillkommer emittenten och teckningsoption, som ger rätt att förvärva sådant instrument som avses i 1 genom konvertering eller utövande av annan rättighet som instrumentet är bärare av, om instrumentet utfärdats av emittenten av den aktie som rättigheten hänförs till eller av ett bolag som ingår i samma koncern som den emittenten, LHF 1:1.
Emissionsprogram	ett program för utgivning av icke aktierelaterade finansiella instrument av likartad sort eller kategori, fortlöpande eller vid upprepade tillfällen under en särskilt angiven emissionsperiod, LHF 1:1
Emittent	I fråga om aktier aktiebolaget och i fråga om annat finansiellt instrument utgivaren eller utfärdaren av instrumentet, LHF 1:1
Finansiell instrument	Fondpapper och annan rättighet eller förpliktelse avsedd för handel på värdepappersmarknaden, LHF 1:1
Fondpapper	Aktie och obligation samt sådana andra delägarätter eller fordringsrätter som är utgivna för allmän omsättning, fondandel och aktieägars rätt gentemot den som för hans räkning förvarar aktiebrev i ett utländskt bolag (depåbevis), LHF 1:1
Icke aktierelaterat finansiella instrument	LHF innehåller ingen legaldefinition av icke aktierelaterat instrument. Däremot finns en definition av aktierelaterade. Av propositionen framgår att alla finansiella instrument som inte innefattas i definitionen av aktierelaterat finansiellt instrument ska anses som icke aktierelaterade vid tillämpningen av bestämmelserna i lagen om handel med finansiella instrument (prop. 2004/05:158 s. 71. Jfr artikel 2.1 c i prospektdirektivet).
Obligation	En skuldförbindelse där utgivaren (ofta ett företag eller en bank) förbinder sig att återbetala det belopp som förbindelsen lyder på (det nominella beloppet).
Option	Ett finansiellt avtal som ger rättigheten men inte skyldigheten att vid en viss framtida tidpunkt köpa eller

sälja en tillgång.

Prospekt

En informationshandling som innehåller information om de finansiella instrument som emittenten antingen erbjuder till allmänheten eller tar upp till handel på en börs eller reglerad marknadsplats. Ett prospekt är en handling som är godkänd av Finansinspektionen enligt reglerna i LHF och prospektförordningen.

Strukturerad produkt

En finansiell produkt som består av flera delar, se t.ex. ”Aktieindexobligation”. Det finns ingen ”officiell” definition av begreppet.

Förkortningar

LHF

Lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument.

Prospektdirektivet eller PD

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.

Prospektförordningen eller PF

Kommissionens förordning (EG) nr 809/2004 av den 29 april 2004 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/71/EG i fråga om informationen i prospekt, utformningen av dessa, införlivande genom hänvisning samt offentliggörande av prospekt och spridning av annonser.

MFL

Marknadsföringslagen (1995:450).

Sammanfattning

Intresset för aktieindexobligationer är stort, under de första nio månaderna gav banker och andra finansiella företag ut aktieindexobligationer och andra indexobligationer till ett värde av nästan 38 miljarder kronor.

FI har undersökt den information som kunderna får i prospekt och marknadsföringsbroschyrer då de köper aktieindexobligationer. FI kan konstatera att det finns brister i hur informationen presenteras för kunderna. I första hand gäller det hur riskerna beskrivs i marknadsföringen, svårbegripliga prospekt och bristande information om hur avkastningen beräknas och de underliggande tillgångar som bestämmer avkastningen.

Som ett resultat av undersökningen kommer FI att skärpa granskningen av den del av prospektet som kräver godkännande av FI, liksom tillsynen av övriga delar av prospektet och informationsbroschyerna. Den skärpta granskningen och tillsynen kommer att fokusera på:

- Informationen om riskerna med erbjudandet bör vara i balans med informationen om möjligheterna.
- Prospektet bör vara skrivna på ett sådant sätt att de är möjliga att förstå för vanliga konsumenter.
- Det bör finnas med översiktliga beskrivningar av de underliggande tillgångar eller index som avkastningen beror av.
- Sättet som avkastningen beräknas bör beskrivas på ett konsumentvänligt sätt i prospektet.

FI och Konsumentverket har ett delat ansvar för tillsynen av marknadsföring på det finansiella området, och kommer att öka samarbetet kring tillsynen av marknadsföring av aktieindexobligationer.

Undersökningen är baserad på en aktieindexobligation från var och en av bankerna Nordea, Swedbank, SEB och Handelsbanken. Dessa fyra banker svarar för huvuddelen av försäljningen av aktieindexobligationer i Sverige. FI har inte skäl att misstänka att kvalitén på informationen från dessa är sämre än den från andra aktörer.

Utgångspunkter

SAMMANFATTNING

- Syftet med granskningen är att följa upp efterlevnaden av prospektregelverket.
- De slutliga villkoren förhandsgranskas inte. Därför är det nödvändigt för FI att i efterhand utvärdera om helheten, prospekt och slutliga villkor, når upp till den nivå regelverket förutsätter.
- FI ger emittenterna vägledning hur regelverket bör tolkas och tillämpas.
- FI tar ställning till om tillståndspraxis och tillsyn måste skärpas.
- Granskningen omfattar erbjudanden från de fyra storbankerna.

FI konstaterade i en tidigare undersökning Indexobligationer – en granskning av informationen till kunderna (Rapport 2005:1) att det fanns brister i informationen. Slutsatsen i rapporten var att den sammanlagda informationen genom prospekt, slutliga villkor och marknadsföringsbroschyr inte gav tillräckligt underlag för att kunderna skulle kunna göra en välgrundad bedömning av erbjudandet. FI fann då att det inte fanns behov av ytterligare reglering utan gav istället förtydliganden på vissa punkter av vad som krävs av informationen. FI avvaktade också införandet av den nya prospektlagstiftningen för att kunna utvärdera effekterna av denna.

Syftet med den här undersökningen är att följa upp tillämpningen och efterlevnaden av den nya prospektlagstiftningen. Därutöver görs en uppföljning av de synpunkter och förslag på förbättringar som lämnades i den tidigare rapporten. Granskningens syfte är ytterst att se till att prospektregelverket efterlevs på det sätt det var avsett. På de områden där det bedöms nödvändigt kommer FI ge emittenterna riktlinjer för hur regelverket bör tolkas och förtydliga vilken information emittenterna bör lämna i prospekt och slutliga villkor. Därigenom vill FI bidra till att potentiella investerare av aktieindexobligationer och andra strukturerade produkter får den information som behövs för att kunna göra en välgrundad bedömning av erbjudandet.

Avslutningsvis redogörs också för vilka möjligheter FI tillsammans med Konsumentverket har att stärka konsumentskyddet inom området.

Undersökningen bygger på fyra erbjudanden från Nordea, Swedbank, SEB och Handelsbanken under perioden mars-juli 2006. Samtliga erbjudanden är gjorda med stöd av så kallade grundprospekt. Granskningen är deskriptiv och omfattar ett erbjudande, det vill säga prospekt, slutliga villkor och marknadsföringsbroschyr, från varje emittent. FI har valt att granska storbankerna därför att de representerar en stor del av marknadsvärdet för utgivna aktieindexobligationer och inte på grund av att deras prospekt eller marknadsföringsbroschyr är bättre eller sämre än konkurrenternas.

Granskningen omfattar emissioner av aktieindexobligationer. Samtliga resonemang och slutsatser kan dock tillämpas på strukturerade produkter i allmänhet.

Den här undersökningen utgör en uppföljning av ett nytt regelverk. FI har i sin tillståndsverksamhet godkänt samtliga granskade prospekt. Finansinspektionen har därvid följt befintlig praxis på området. Som nämnts är samtliga erbjudanden gjorda med stöd av grundprospekt. Enligt reglerna för grundprospekt får emittenten utelämna viss information i prospektet för att senare ta fram den informationen i samband med ett erbjudande (se nedan gällande regelverk). I enlighet med de nya reglerna och gällande praxis ska emittenten indikera vilken information som kommer att tillkomma. Detta görs genom att emittenten bifogar en mall för de slutliga villkoren. Mallen innehåller ofta endast rubriker av typen ”Här lämnas en beskrivning av metod för beräkning av avkastning”. Detta har godkänts i enlighet med gällande praxis. Det innebär dock att när prospektet godkänns vet inte FI exakt hur de slutliga villkoren kommer att se ut. Det innebär också att FI först i efterhand kan bedöma om informationsmaterialet som helhet, det vill säga prospekt, slutliga villkor och marknadsföringsmaterial, når upp till en sådan nivå att en välgrundad bedömning av erbjudandet kan göras. Följaktligen är det först efter prospektets godkännande FI kan avgöra om prospekt och slutliga villkor sammantaget uppfyller de krav som ställs i lag. Granskningen är gjord mot bakgrund av de bestämmelser i den nya prospektlagstiftningen som FI bedömer är viktigast ur ett konsumentskyddsperspektiv. FI har granskat prospekt inklusive slutliga villkor och marknadsföringsbroschyrer.

Vid en granskning av erbjudanden som görs med stöd av godkända grundprospekt har FI i princip två alternativ. Om helheten det vill säga prospektet och de slutliga villkoren, inte når upp till lagens krav har FI en möjlighet att inleda ett tillsynsärende och ytterst stoppa erbjudandet. I denna granskning har FI valt att inte inleda några tillsynsärenden och har heller inte vidtagit några sanktioner. Detta främst på grund av att syftet med rapporten inte är att utgöra en grund för sanktionsärenden utan att utvärdera det nya prospektregelverket samt pröva om Finansinspektionens praxis och arbetsmetoder behöver skärpas.

Regelverk

SAMMANFATTNING

- Ett prospekt ska innehålla all den information som behövs för att investeraren ska kunna göra en välgrundad bedömning.
- Informationen får inte vara sämre på grund av att emittenten använder ett grundprospekt.
- Samliga allmänna principer, till exempel den om välgrundad bedömning, är även tillämpliga på slutliga villkor.

Prospektregelverket har sitt ursprung i det så kallade prospektdirektivet. Direktivet har i Sverige implementerats i svensk rätt genom lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument (LHF). EU har vidare beslutat om en förordning för genomförande av prospektdirektivet (prospektförordningen). Förordningen är direkt tillämplig på innehållet i prospekt.

Bestämmelserna i LHF och prospektförordningen måste tolkas mot bakgrund av syftet med prospektdirektivet. Av prospektdirektivet framgår bland annat följande. Huvudsyftet med prospektdirektivet är att garantera såväl skydd för investerarna som marknadseffektivitet. Information anges vara en nyckelfaktor när det gäller investerarskydd. Information om emittentens ekonomiska ställning och de rättigheter som är förknippade med värdepapperen måste vara tillräcklig och så objektiv som möjligt. Informationen bör även lämnas på ett uttömmande och lättbegripligt sätt. Investeringar i värdepapper innebär liksom andra investeringar ett risktagande. Alla medlemsstater har infört bestämmelser vars syfte är att skydda investerare och potentiella investerare i den meningen att de får möjlighet att göra en välgrundad bedömning av dessa risker och fatta sina investeringsbeslut med full kännedom om fakta.¹

Följaktligen är den grundläggande regeln att ett prospekt ska innehålla all information om emittenten och de finansiella instrumenten som är nödvändig för att en investerare ska kunna göra en *välgrundad bedömning* av emittentens och en eventuell garants tillgångar och skulder, finansiella ställning, resultat och framtidsutsikter samt av de finansiella instrumenten. Informationen ska vara skriven så att den är lätt att förstå och analysera. Detaljerade bestämmelser om den information som ett prospekt ska innehålla finns i prospektförordningen. Finansinspektionen ska godkänna ett prospekt endast om prospektet är fullständigt, sammanhängande och begripligt samt i övrigt uppfyller de krav som ställs i LHF och prospektförordningen.²

Tankarna från prospektdirektivet återfinns i prospektförordningen. Av den framgår att ett grundprospekt och dess slutliga villkor bör innehålla samma information som ett prospekt. Vidare påpekas att den större flexibiliteten i utformningen av ett grundprospekt med åtföljande slutgiltiga villkor jämfört

¹ Ingresskäl 10, 18-21

² LHF 2:11, 25 samt PD art. 5.1

med ett fullständigt prospekt inte bör leda till större svårigheter för investerarna att få tillgång till informationen. Samtliga allmänna principer (till exempel möjlighet att göra en välgrundad bedömning) som är tillämpliga på prospekt är också tillämpliga på slutliga villkor.³

Grundprospekt

Samtliga granskade erbjudanden har getts ut med stöd av grundprospekt.⁴ En av tankarna med grundprospekt är att emittenten ska ha en flexibilitet genom att denne löpande eller vid upprepade tillfällen kan emittera instrument. Därmed kan emittenterna göra flera olika erbjudanden med stöd av samma grundprospekt. Strukturen i ett grundprospekt är sådan att grundläggande information om emittenten och de instrument som ska emitteras ska finnas i prospektet. När emittenten använder sig av ett grundprospekt får denne utelämna viss information som normalt ska finnas med i ett prospekt eftersom en del av informationen får lämnas i de slutliga villkoren. Kravet är att den information som utelämnas endast får vara av den typ som förekommer i en värdepappersnot.⁵ Vidare får informationen inte vara känd vid tidpunkten för godkännande av grundprospektet och den ska inte kunna fastställas förrän vid tiden för den specifika emissionen. Dessutom ska prospektet ”innehålla uppgift” om den information som kommer att ingå i de slutliga villkoren.⁶ Detta fullgör emittenterna genom att tillsammans med grundprospektet lämna in en mall för de slutliga villkoren. I förarbetena till LHF finns exempel på uppgifter som kan utelämnas i prospektet och tas med i de slutliga villkoren. Bland dessa nämns information om det slutliga priset, tillämplig räntekonstruktion och totalbeloppet för emissionen eller erbjudandet.⁷

Detta ställer höga krav på emittenten att göra helheten, det vill säga prospektet inklusive slutliga villkor, begriplig för investeraren för att denne ska kunna göra en välgrundad bedömning av ett erbjudande.

³ PF Ingresskäl 21 och 25.

⁴ Ett prospekt får upprättas i form av ett sk grundprospekt bl.a. om de finansiella instrumenten utgörs av icke aktierelaterade finansiella instrument (t.ex. obligationer) som ges ut inom ramen för ett emissionsprogram. Ett emissionsprogram definieras i lagen som ”ett program för utgivning av icke aktierelaterade finansiella instrument av likartad sort eller kategori, fortlöpande eller vid upprepade tillfällen under en särskilt angiven emissionsperiod”, LHF 1:1 och 2:16.

⁵ Till PF finns bilagor med krav på den information som ska finnas med i ett prospekt. Enligt bilaga IV (sk registreringsdokument) ska information lämnas om bolaget (emittenten). I bilaga V (värdepappersnot) finns krav på information om de värdepapper som erbjuds.

⁶ PF art. 22.2

⁷ Prop. 2004/05:158 s. 92.

Undersökningen

SAMMANFATTNING

- Programbeskrivningarna behöver förbättras. Det ska vara möjligt att utifrån programbeskrivningen identifiera de produkter som kommer att ges ut under prospektet.
- Informationen om underliggande tillgångar i de slutliga villkoren behöver förbättras.
- Sättet att beräkna avkastningen är ofta beskrivet på ett tekniskt och svårtillgängligt sätt.
- Det är i många fall inte möjligt att göra en välgrundad bedömning på basis av endast prospekt och slutliga villkor.
- Marknadsföringsbroschyrerna saknar ofta väsentlig information om möjlig avkastning och risk.

I undersökningen har FI granskat prospekten, slutliga villkor och marknadsföringsbroschyrerna. Prospekt och i tillämpliga fall slutliga villkor har granskats utifrån följande parametrar:

- Prospektförordningen artikel 22.5(3) - en allmän beskrivning av programmet.
- Bilaga 5 punkt 4.7 - beskrivning av underliggande instrument med mera.
- Bilaga 5 punkt 4.9 - beskrivning av sättet att beräkna avkastningen.
- Bilaga 5 punkt 2 och bilaga 4 punkt 4 - risker.
- Möjlighet att göra en välgrundad bedömning (LHF och PD).
- Marknadsföring LHF 32-33 §§ samt MFL 4 och 6 §§.

En allmän beskrivning av programmet

Enligt prospektförordningen krävs att prospektet innehåller en allmän beskrivning av programmet.⁸ Enligt gällande praxis har förhållandevis allmänna beskrivningar accepterats.

Granskning

I tre av fyra granskade prospekt är programbeskrivningarna korta och allmänt hållna. I ett prospekt saknas en separat beskrivning, istället hänvisar emittenten till sammanfattningen. I sammanfattning finns emellertid den information som vanligtvis återfinns i en programbeskrivning. I ett annat prospekt innehåller programbeskrivningen endast en ytterst kortfattad och teoretisk beskrivning av strukturerade MTN. Av beskrivningen framgår egentligen inte mer än att avkastning kan fastställas på basis av utveckling av aktie, obligation, råvara etc. Endast i Handelsbankens prospekt finns en kortfattad men ändå tydlig och förhållandevis konsumentvänlig förklaring av de olika lånekonstruktioner/produkter som kan ges ut under programmet. Därutöver beskrivs konstruktionen aktieindexobligation (obligation plus en option) samt en beskrivning av vilka faktorer avkastningen beror.

⁸ Se prospektförordningen art. 22 samt LHF 1:1.

Slutsatser

När en jämförelse görs mellan de olika programbeskrivningarna framkommer att programbeskrivningarna ofta är tunna innehållsmässigt. Finansinspektionen ser här ett behov av att framöver skärpa praxis. Kravet på en allmän beskrivning av programmet syftar enligt Finansinspektionens bedömning till att det ska finnas en beskrivning av programmet som är så pass detaljerad att det går att identifiera de produkter som kommer att ges ut via prospektet. Vidare ska man kunna skilja aktieindexobligationer från andra strukturerade produkter. Det ska således inte vara möjligt att ge ut produkter som inte finns beskrivna i grundprospektet via programmet. Därutöver bör produkterna vara beskrivna på ett sätt som en vanlig investerare kan förstå.

Sammanfattningsvis är det endast Handelsbankens program som innehåller en beskrivning av programmet som uppfyller de krav som FI anser bör gälla framöver.

Övriga emittenters granskade prospekt har dock inkommit till Finansinspektionen i tiden kring årsskiftet 2005/2006, då den nya lagstiftningen precis hade trätt i kraft. Vid den tidpunkten fanns ännu ingen vedertagen praxis kring hur programbeskrivningar skulle se ut, vilket kan förklara en del av bristerna.

Beskrivning av underliggande instrument med mera

Av prospektförordningen bilaga 5 punkt 4.7 framgår följande:

Den nominella räntan och bestämmelser om räntebetalningarna.

Om ränta inte är fast, en beskrivning av det underliggande instrument som den baseras på och vilken metod som används för att korrelera dessa båda faktorer samt uppgift om var man kan få upplysningar om det underliggande instrumentets tidigare och fortsatta resultat och om dess volatilitet.

- Beskrivning av ev. störande händelser på marknaden eller vid avveckling som påverkar det underliggande instrumentet eller variabeln.
- Justeringsregler för att ta hänsyn till händelser som påverkar det underliggande instrumentet eller variabeln.
- Uppgift om vem som utför ränteberäkningar etc.

Om räntebetalningarna på värdepappret baseras på derivatinslag ska en klar och fullständig förklaring lämnas så att investeraren kan förstå hur värdet av deras investeringar påverkas av värdet på det eller de underliggande instrumenten, särskilt då riskerna är som mest uppenbara.

Förordningen ställer alltså krav på en beskrivning av underliggande instrument, uppgift om var man kan få information om historisk utveckling, framtida utveckling och volatilitet. Därutöver behövs en förklaring av hur värdet på investeringen påverkas av värdet på det underliggande instrumentet samt hur värdet påverkas när riskerna är som mest uppenbara.

En av tankarna med grundprospekt är att emittenten ska ha viss flexibilitet vad gäller val av produkt och tidpunkt för emissionen. Detta har i Finansinspektionens praxis tolkats som att emittenterna inte behöver lämna detaljerad information om underliggande instrument i prospektet. Detta bland annat med hänsyn till att det vid tiden för grundprospektets upprättande kan vara svårt för emittenten att avgöra vilka underliggande tillgångar som lämpar sig för ett erbjudande under det år som ett grundprospekt är giltigt.

Granskning

Inget av de granskade prospekten innehåller någon detaljerad beskrivning av underliggande instrument. Detta är dock i enlighet med Finansinspektionens praxis. Däremot är det FI:s uppfattning att prospektet bör innehålla en kortfattad beskrivning av de underliggande instrument som kommer att ges ut under programmet, en beskrivning som bör anknyta till produkterna i den allmänna beskrivningen av programmet. I mallarna för de slutliga villkoren lämnas information om att de slutliga villkoren kommer att innehålla uppgift om relevant instrument. I några av de granskade slutliga villkoren finns endast förhållandevis kortfattad information om underliggande instrument. I samtliga fall saknas information om volatiliteten. Det är endast Swedbank som har en jämförelsevis utförlig beskrivning av underliggande index, inklusive uppgift om historisk avkastning och hänvisningar till var ytterligare information finns att hämta. Vad gäller marknadsföringsbroschyerna så innehåller dessa vanligtvis en relativt kortfattad beskrivning av index, tillsammans med en graf som illustrerar den historiska utvecklingen.

Slutsatser

För att investeraren ska ges möjlighet att göra en bedömning av den potentiella framtida avkastningen behövs utförlig information om underliggande instrument. Det är FI:s bedömning att det är svårt för en investerare att skapa sig en uppfattning om denna baserat på den information som finns idag i prospekt och slutliga villkor. Informationen om underliggande instrument är i prospekten överlag kortfattad i de flesta fall nämns endast aktieindex, valutor etcetera, förutom i Handelsbankens prospekt som i sin beskrivning av programmet även kortfattat beskriver de underliggande instrumenten. Informationen om underliggande index i slutliga villkor är i de granskade erbjudandena ofta kortfattad och ibland skriven i litet typsnitt. Det är bara Swedbank som har en utförligare beskrivning av underliggande index i de slutliga villkoren. Om bilden kompletteras med informationen i broschyrerna blir läget något bättre. Endast en graf ger dock begränsad hjälp för att skaffa sig en uppfattning om den historiska utvecklingen och framtida potentiell utveckling.

Det är FI:s uppfattning att prospektet bör innehålla information om de underliggande instrument som avses ges ut under programmet samt en förklaring av hur värdet av investeringen påverkas av värdet på det underliggande instrumentet. Slutliga villkor bör innehålla en utförligare beskrivning av underliggande instrument samt uppgift om var man kan få information om historisk utveckling, framtida utveckling och volatilitet. Det

är FI:s bedömning att denna information bör finnas med i slutliga villkor, att lämna informationen genom hänvisning till t ex indexets hemsida är främst till nytta när informationen är på svenska och enkelt går att hitta.

Informationen bör vara skriven så att den är lätt att läsa, förstå och analysera. Det är också FI:s rekommendation att eventuella grafer bör kompletteras med information om den procentuella utvecklingen för olika tidsperioder, samt att uppgifter om volatiliteten kompletteras med ett resonemang kring dennas betydelse för den framtida utvecklingen. Dessutom bör de slutliga villkoren innehålla uppgift om var ytterligare information går att finna.

Sättet att beräkna avkastningen

Enligt prospektförordningen krävs att sättet att beräkna avkastningen ska beskrivas kortfattat.⁹ I samtliga granskade prospekt saknas detaljerade beskrivningar av hur avkastningen kommer att beräknas, detta är i enlighet med befintlig praxis eftersom tanken är att dessa uppgifter ska finnas med i de slutliga villkoren. Ofta går det inte att läsa ut mer av prospekten än att avkastningen är beroende av en underliggande marknad/tillgång. Inget av prospekten innehåller någon information om vilka faktorer som styr storleken på den så kallade uppräkningsfaktorn. Generellt återfinns exakta formler för beräkning av avkastningen i de slutliga villkoren. Dessa är dock ofta tekniska till sin karaktär och inte särskilt tillgängliga för en vanlig konsument. Om broschyrerna tas med i bedömningen blir läget bättre. I broschyrerna har emittenterna ofta jämförelsevis enkla och tydliga beskrivningar av hur avkastningen beräknas.

I detta avseende skiljer sig dock Swedbank från de övriga emittenterna, då Swedbanks slutliga villkor är förhållandevis konsumentvänliga med bland annat räkneexempel och förklaringar av hur avkastningen beräknas. Dessutom är de förhållandevis utförliga med typsnitt och språk som går att läsa och förstå.

Majoriteten av de granskade slutliga villkoren har inte någon enkel och tydlig beskrivning av vilka faktorer som styr storleken på uppräkningsfaktorn. Det enda som framkommer är att den styrs av marknadsräntorna eller marknadsläget. Inte heller i broschyrerna finns någon utförlig information om uppräkningsfaktorn.

Slutsatser

Sammanfattningsvis kan FI konstatera att det finns utrymme för förbättringar när det gäller beskrivningen av sättet att beräkna avkastningen. Det ska vara möjligt för en investerare att på grundval av prospekt och slutliga villkor förstå hur avkastningen beräknas och hur de faktorer som styr avkastningen påverkas av olika yttre faktorer. Avkastningsbeskrivningen bör förklara begrepp som uppräkningsfaktor¹⁰ samt vilka faktorer som styr den. Vidare bör sättet att beräkna slutindex förklaras med tydliggörande av vilka effekter det får på avkastningen. En del av ovanstående information finns idag i marknadsföringsbroschyren. Det är dock FI:s bedömning att all information

⁹ Bilaga V punkt 4.9.

¹⁰ Bankerna använder olika begrepp för uppräkningsfaktor, t.ex. omräkningsfaktor, deltagandegrad, indexetal osv.

som behövs för att en investerare ska kunna göra en välgrundad bedömning ska återfinnas i antingen prospekt eller slutliga villkor. Informationen i marknadsföringsbroschyren ska sedan återspegla denna.

Framöver kommer FI att förändra sin praxis i tillståndshanteringen. Prospektet bör alltid innehålla en allmän beskrivning av hur avkastningen beräknas inklusive en beskrivning av de avkastningskonstruktioner som avses ges ut under prospektet. Prospektet bör även innehålla uppgift om vilka faktorer som styr uppräkningsfaktorn. Samtliga allmänna principer är tillämpliga även på de slutliga villkoren. Dessa ska bl.a. vara lätta att förstå och analysera. FI kommer i sin tillsyn under våren 2007 att följa upp att de slutliga villkoren uppfyller de allmänna kraven. Det innebär bland annat att om modellen för att beräkna avkastningen är komplicerad så måste informationen i de slutliga villkoren vara utformad så att den är enkel och begriplig samt att den bidrar till att investeraren kan göra en välgrundad bedömning.

Information om risker

Enligt bilaga 4 punkt 4 till prospektförordningen ska prospektet innehålla information på framträdande plats om riskfaktorer som kan påverka emittentens möjligheter att fullgöra de förpliktelser gentemot investerarna som värdepappren medför. Detta ska ske i ett avsnitt med rubriken "Riskfaktorer". Motsvarande information om värdepappret krävs enligt Bilaga 5 punkt 2. Riskerna i prospektet ska således avse både emittenten och värdepappret och har i den nya prospektlagstiftningen fått en mer framträdande roll då de ska presenteras direkt efter innehållsförteckningen och sammanfattningen.

I FI:s tidigare granskning (rapport 2005:1) pekade FI ut ett antal risker som är relevanta i samband med försäljning av aktieindexobligationer. Dessa var kreditrisk, marknadsrisk, likviditetsrisk och prissättningsrisk.

Granskning

Sammanfattningsvis kan konstateras att riskbeskrivningarna i prospekten har blivit avsevärt bättre. I dessa riskbeskrivningar täcker bankerna, med något undantag, samtliga av FI identifierade risker. Sämre ställt är det med riskfaktorer i marknadsföringsbroschyren. I samtliga granskade broschyrer saknas väsentlig riskinformation.

Slutsatser

Samtliga granskade erbjudanden har relativt omfattande riskavsnitt i prospektet som inte avspeglas i marknadsföringsbroschyren. På vissa punkter skiljer sig informationen avsevärt. I prospektet kan det till exempel stå "bristande likviditet kan ha en kännbar effekt på marknadsvärdet" medan det i marknadsföringsbroschyren står att "Banken kommer löpande ställa köpkurser och om möjligt även säljkurser under normala marknadsförhållanden". Formuleringen i broschyren förmedlar inte på ett korrekt sätt den risk som tas upp i prospektet.

Riskavsnitten i prospekten ställer ofta väldigt höga krav på investerarna vad gäller kunskap om optionsvärderingsmodeller, marknadsutveckling och portföljteori, risker som inte avspeglas i marknadsföringsbroschyren.

Prissättningsrisken omnämns ofta i marknadsföringsbroschyren som en riskhanteringsmarginal för ett åtagande som aktivt måste hanteras av banken. Informationen till konsumenten har således förbättrats genom att informationen lämnas, dock inte av samtliga emittenter.

Det är Finansinspektionens bedömning att på grund av att riskavsnitten i prospekten är generellt skrivna, då de specifika riskerna inte är kända vid tidpunkten för godkännandet, bör de specifika riskerna relaterade till vald marknad, produkt, avkastningsstruktur och underliggande instrument nämnas i slutliga villkor och i marknadsföringsbroschyren. FI anser också att det i marknadsföringsbroschyren bör finnas ett eget avsnitt i vilket de väsentligaste riskerna beskrivs. I detta avsnitt bör till exempel kreditrisken, marknadsrisken, det vill säga risker relaterade till den specifika produkten och den valda marknaden, likviditetsrisken och prissättningsrisken beskrivas.

Möjlighet att göra en välgrundad bedömning

I denna del har FI bedömt helhetsintrycket av kombinationen av grundprospekt och slutliga villkor. Därutöver har språk och tillgängligheten granskats, det vill säga kan en vanlig konsument ta till sig innehållet i prospekt och slutliga villkor.

Syftet är att se om helheten når upp till den nivå som lagen förutsätter. Även om prospektet sett för sig når upp till den miniminivå som krävs för godkännande innebär det inte per automatik att informationen som helhet är tillräcklig.

Den grundläggande regeln är att prospektet ska innehålla all information rörande emittenten och de finansiella instrumenten som är nödvändig för att en investerare ska kunna göra en välgrundad bedömning av ett erbjudande. I bedömningen av om ett prospekt uppfyller kraven hämtar FI vägledning från uttalandena i prospektförordningen. Enligt dessa gäller bland annat följande:

- Ett grundprospekt och dess slutliga villkor bör innehålla samma information som ett prospekt.¹¹
- Samtliga principer som är tillämpliga på prospekt är också tillämpliga på slutliga villkor.¹² Med detta avses att de ska vara lätta att analysera och förstå och de ska bidra till att investeraren kan göra en välgrundad bedömning av erbjudandet.
- Flexibiliteten i utformningen av slutliga villkor bör inte leda till större svårigheter att få tillgång till informationen.¹³

Ett grundprospekt måste utformas så att det ”glapp” som uppstår när viss information utlämnas för att tas in i de slutliga villkoren överbyggs. Modellen bygger även på att de slutliga villkoren är utformade på ett sätt som bidrar till helheten.

¹¹ PF, ingresskäl 21.

¹² PF, ingresskäl 21.

¹³ PF, ingresskäl 25.

Granskning

Vad gäller utformningen av de granskade prospekten så kan konstateras att dessa är förhållandevis lika. Som prospekten är konstruerade påminner de mycket om material som tas fram med professionella investerare i åtanke. De är med andra ord inte speciellt konsumentvänliga. Flera av prospekten har det gemensamt att det egentligen aldrig görs någon ansats att förklara väsentliga finansiella termer och begrepp för investeraren. I två av fyra fall är prospekten förhållandevis enkelt utformade i den meningen att de är kortfattade.

Handelsbankens prospekt är bland de bättre vad gäller utformning och språk samt när det gäller att förklara vilka produkter som kommer att ges ut under emissionsprogrammet. Däremot är de slutliga villkoren förhållandevis tekniska och svårtillgängliga för en vanlig konsument. Detta problem delar Handelsbanken med Nordea och SEB. Villkoren uppfyller inte kravet på att de ska vara lätta att analysera och förstå. I detta avseende skiljer Swedbank från de andra. Banken har lagt ner möda på att göra de slutliga villkoren jämförelsevis utförliga och konsumentvänliga. De är skrivna på ett lättillgängligt sätt och utgör ett bra komplement till den innehållsmässigt något tunna informationsbroschyren.

Slutsatser

Mot bakgrund av hur prospekt och slutliga villkor är utformade har FI kommit till slutsatsen att det inte går att göra en välgrundad bedömning av erbjudandet i något av de granskade fallen.

Det är värt att observera att de kommentarer som lämnats ovan är gjorda endast utifrån information som finns med i prospekt och slutliga villkor. Prospekt och slutliga villkor är de handlingar som formellt sett ska utgöra investerarnas beslutsunderlag. Det är dessa dokument som granskas av Finansinspektionen, antingen som en del av tillståndsprocessen (prospekt) eller inom tillsynen (slutliga villkor). Det är vidare mot bakgrund av prospekt och slutliga villkor som senare tillkommet marknadsföringsmaterial måste bedömas. Det är därför av utomordentlig vikt att prospekt och slutliga villkor verkligen innehåller all den information som en investerare behöver för att kunna göra en välgrundad bedömning av erbjudandet. Ofta går det genom att studera prospekt, slutliga villkor och marknadsföringsbroschyr parallellt att utläsa det mesta av den information som behövs. Detta är dock som framgått inte en situation som är acceptabel enligt FI:s uppfattning.

Regler om reklam och marknadsföring

Bestämmelser om marknadsföring finns i både LHF och marknadsföringslagen (1995:450) (MFL). Ansvaret för tillsynen över marknadsföring på det finansiella området är delat mellan FI och Konsumentverket (KOV). Under beredningen av denna rapport har FI haft kontakt med KOV för att säkerställa samsyn mellan myndigheterna när det gäller tolkning och tillämpning av marknadsföringsregler.

Av bestämmelserna i LHF följer att information i marknadsföringsmaterialet ska stämma överens med den information som lämnas i prospektet. Vidare gäller att reklam ska innehålla information om att det finns ett prospekt och

var det finns att tillgå. Reklam får inte vara ”felaktig eller vilseledande”.¹⁴ Enligt FI får med prospektet förstås prospekt och slutliga villkor. Enligt inspektionens bedömning är det väsentligt att information i marknadsföringsmaterialet överensstämmer med prospekt och slutliga villkor på de punkter som får anses vara viktiga ur ett konsumentperspektiv. För investeraren/konsumenten får information om avkastning och risk anses vara av helt central betydelse. Vidare gäller enligt marknadsföringslagen att det åligger näringsidkaren (det vill säga emittenten) att lämna information som är av särskild betydelse från konsumentsynpunkt.¹⁵ Marknadsföringsmaterial avseende aktieindexobligationer bör följaktligen innehålla information på följande punkter:

- En beskrivning av konstruktionen aktieindexobligation.
- En kortfattad beskrivning av index, historisk utveckling och volatilitet eller uppgift om var man kan få fram den informationen.
- Sättet att beräkna avkastning inklusive en beskrivning av de faktorer som påverkar som bestäms efter teckningstidens utgång och faktorer vars effekt är svåra att förstå.
- En beskrivning av de väsentligaste riskerna t ex; marknadsrisk, kreditrisk, likviditetsrisk och prissättningsrisk i ett eget avsnitt med rubriken Risker.
- En tydlig förklaring där det anges att fullständig information om emittenten och erbjudandet endast kan fås genom grundprospektet och de slutgiltiga villkoren i kombination samt var grundprospektet finns att tillgå.
- Exempel på avkastning bör baseras på årseffektiv avkastning medräknat courtage.
- Information om så kallade dolda avgifter.

Granskning

Samtliga granskade marknadsföringsbroschyrer har gemensamt att riskinformationen är bristfällig. Inte sällan har prospekten jämförelsevis ambitiösa riskavsnitt som ofta är flera sidor långa. Mycket lite eller nästan ingenting av detta har flutit över i marknadsföringsbroschyerna.

I Handelsbankens fall är helhetsintrycket att överensstämmelsen mellan prospekt och slutliga villkor och marknadsföringsbroschyr får betraktas som svag. I riskavsnittet informerar Handelsbanken tydligt endast om kreditrisken, i övrigt är avsnittet en friskrivning vad gäller värdeutvecklingen på obligationen.

Då Nordea tagit till sig FI:s synpunkter från den förra rapporten är kopplingen mellan prospekt och marknadsföringsbroschyr starkare. Men även i Nordeas fall är överensstämmelsen mellan prospektet och broschyren dålig avseende riskbeskrivningen. Nordeas marknadsföringsbroschyr saknar också en beskrivning av hur en aktieindexobligation är komponerad (obligation och optioner) och saknar hänvisning till grundprospektet.

Swedbanks marknadsföringsbroschyr är relativt tunn informationsmässigt och inriktad på möjligheterna med produkten. Beskrivning av vad en aktieindexobligation är saknas och riskavsnittet är mer en friskrivning från ansvar än information om risker. Den sammanlagda bedömningen är att

¹⁴ LHF 2 kap. 32-33 §§.

¹⁵ Marknadsföringslag (1995:450) 4 §.

överensstämmelsen mellan prospekt inklusive slutliga villkor och marknadsföringsbroschyr är svag.

SEB:s marknadsföringsbroschyr innehåller en kortfattad beskrivningen av marknaderna som är fokuserad på marknadernas möjligheter. Riskavsnittet i marknadsföringsbroschyren är tunt. Den sammanlagda bedömningen är att överensstämmelsen mellan prospekt inklusive slutliga villkor och marknadsföringsbroschyr är svag.

Slutsatser

Informationen i broschyerna är i många fall helt fokuserad på möjligheterna med produkterna och har en närmast total avsaknad av riskbeskrivning. Spararna har med hjälp av informationen i marknadsföringsbroschyren små möjligheter att göra en bedömning av förväntad avkastning och risk.

Det är Finansinspektionens bedömning att informationen i marknadsföringsbroschyren måste vara mera balanserad mellan möjligheter och risker. Överensstämmelsen mellan prospekt och slutliga villkor och marknadsföringsbroschyr är i samtliga granskade erbjudanden svag, speciellt avseende balansen mellan möjligheter och risker, och bör förbättras.

Uppföljning av tidigare undersökning

SAMMANFATTNING

- FI har i en tidigare rapport konstaterat brister i informationen till kunderna.
- Den nya lagstiftningen stödjer på vissa punkter FI:s tidigare rekommendationer.
- FI utökar samarbetet med Konsumentverket.

FI har i en tidigare undersökning "Indexobligationer – en granskning av informationen till kunderna" som publicerades i januari 2005 konstaterat att det fanns brister i informationen till kunderna. Slutsatsen i rapporten var att den sammanlagda informationen som investeraren får genom prospekt, slutliga villkor och marknadsföringsbroschyr inte gav tillräckligt underlag för att kunderna skulle kunna göra en välgrundad bedömning av erbjudandet.

Inom bland annat följande områden fann FI att det fanns utrymme för förbättringar:

- Avkastningen bör presenteras efter courtage.
- Avkastningen bör presenteras som årseffektiv avkastning.
- Bättre information om underliggande index och stöd för att uppskatta förväntad avkastning.
- Effekten av att slutkursen beräknas som ett genomsnittsvärde bör förklaras.
- De faktorer som styr uppräkningsfaktorn bör förklaras.
- Bättre information om risk i marknadsföringsbroschyren.
- Redovisning av så kallade dolda avgifter.

Sedan den tidigare rapporten skrevs har den nya lagstiftningen trätt i kraft. FI kan konstatera att på vissa punkter stödjer den nya lagstiftningen FI:s tidigare rekommendationer. Till exempel krävs nu mer information om underliggande index och riskavsnittet har fått en tydligare framtoning i den nya regleringen. Andra områden nämns inte uttryckligen men täcks indirekt, till exempel genom att sättet att beskriva avkastningen ska beskrivas översiktligt. Det finns dock punkter som inte omfattas, exempelvis att avkastningen bör presenteras efter courtage och som årseffektiv avkastning.

FI:s bedömning är fortfarande att ovan nämnda punkter är väsentliga för ett bra beslutsunderlag. FI har därför för avsikt att utöka samarbetet inom detta område med Konsumentverket för att tydliggöra vad som är viktigt i informationssynpunkt ur ett konsumentperspektiv.

Slutsatser

Prospektregelverket syftar till att den som överväger att köpa ett värdepapper ska få all den information som krävs för att kunna göra en välgrundad bedömning av erbjudandet.

Utgivare av exempelvis aktieindexobligationer använder sig ofta av grundprospekt, slutliga villkor och marknadsföringsbroschyrer för att informera potentiella investerare om erbjudandet. Endast grundprospektet förhandsgranskas och godkänns av FI. Detta ska innehålla en grundläggande beskrivning av utgivaren och de lån som ska ges ut under prospektet.

En stor del av den väsentliga informationen om obligationen hamnar dock i de slutliga villkoren för respektive lån, som alltså inte kräver godkännande från FI.

FI har närmare undersökt den sammantagna informationen från grundprospekt, slutliga villkor och marknadsföringsbroschyr för fyra aktieindexobligationer där grundprospekt har använts.

FI drar följande slutsatser av den genomförda undersökningen:

- FI behöver skärpa kraven i granskning och tillsyn av prospekt. Till exempel bör FI ställa högre krav på tydlighet i den allmänna beskrivningen av programmet och att slutliga villkor innehåller en mer detaljerad information om underliggande index.
- Riskerna med erbjudandet beskrivs inte tillräckligt tydligt i marknadsföringsbroschyrerna. Information som borde finnas under riskavsnittet framkommer på annat ställe i marknadsföringsbroschyren, medan riskavsnittet i många fall har karaktären av att utgivaren friskriver sig från ansvar. Därmed riskerar riskerna att inte synliggörs tillräckligt. Riskavsnitten i grundprospekten är däremot ofta väldigt omfattande.
- Informationen i prospektet och slutliga villkor stämmer ofta inte överens med informationen i marknadsföringsbroschyren. I marknadsföringsbroschyrerna saknas en balans mellan produktens möjligheter och risker.
- Prospekt och slutliga villkor är ofta skrivna på ett sätt som är svårt att förstå för de konsumenterna som erbjudandena riktar sig till,
- Informationen om underliggande instrument och index behöver bli bättre.
- Ansvaret för tillsynen av marknadsföringen på det finansiella området är delat av Konsumentverket och FI. För att fullt ut komma åt problemen i marknadsföringen av aktieindexobligationer behövs ett utökat samarbete mellan FI och Konsumentverket.
- FI behöver skärpa tillsynen av erbjudanden som görs med hjälp grundprospekt, eftersom de enskilda emissionerna som görs under grundprospekten inte kräver förhandsgranskning av FI. FI bör även i

högre grad använda de sanktionsmöjligheter som står till buds om det upptäcks brister i dessa erbjudanden.

FI skärper tillsyn och praxis

Med anledning av slutsatserna från undersökningen kommer FI att ställa högre krav i granskningen av grundprospekt från och med den 1 januari 2007 och skärpa tillsynen av erbjudanden. FI kommer också att utveckla samarbetet med Konsumentverket i syfte att myndigheterna ska kunna agera tillsammans mot erbjudanden som bryter mot antingen prospektregelverket eller bestämmelserna i marknadsföringslagen.

De skärpta kraven av i granskningen av grundprospekt kommer i första hand att inriktas mot att följande är uppfyllt:

- Den som erbjudandet riktar sig till ska rimligen kunna förstå den allmänna beskrivningen av produkterna.
- De underliggande tillgångar eller index, och de avkastningskonstruktioner som avses användas i programmet, bör beskrivas översiktligt.
- Det bör finnas en allmän beskrivning av hur avkastningen kommer att beräknas. Denna bör dessutom kompletteras med information om hur utvecklingen av underliggande tillgångar eller index påverkar värdet av investeringen. (bil. 5 p. 4.7, 4.9)
- Om utgivaren använder sig av en uppräkningsfaktor bör de omständigheter som styr denna beskrivas i prospektet (bil. 5 p. 4.7, 4.9).

FI kommer i sin skärpta tillsyn kontrollera att slutliga villkor och marknadsföringsbroschyrer uppfyller följande:

- De slutliga villkoren bör innehålla en beskrivning av underliggande instrument/index med information om historisk utveckling, volatilitet och var man kan få information om utvecklingen. Informationen bör vara skriven så att den är lätt att förstå och analysera.
- Att komplicerade termer och beräkningar i slutliga villkor åtföljs av en kompletterande förklaring. Exempel på detta är formeln för avkastningsberäkningen och beräkningen av slutindex.
- Att marknadsföringsbroschyerna innehåller information om de väsentliga risker som är förknippade med erbjudandet och avspeglar riskavsnitten i grundprospekten.
- Att prospekt, slutliga villkor och marknadsföringsbroschyr överensstämmer på väsentliga punkter, till exempel när det gäller beskrivning av potentiell avkastning och information om risk.
- Att de slutliga villkor som lämnas in till FI stämmer överens med lämnad information i prospektet avseende utgivna produkter, underliggande instrument, risker med mera.

Utgivarna bör under alla omständigheter se till att prospekt och slutliga villkor innehåller all nödvändig information samt att de är lätta att förstå och analysera. Prospekt och slutliga villkor bör i möjligaste mån skrivas och

utformas så att en vanlig konsument kan ta till sig innehållet. Det måste under alla omständigheter vara möjligt för en normal konsument att bilda sig en välgrundad uppfattning om erbjudandet på basis av prospekt och slutliga villkor.

I samarbete med KOV kommer FI att granska reklam och annat marknadsföringsmaterial med stöd av bland annat Marknadsföringslagen. Viktiga punkter i denna granskning är bland annat att:

- Avkastning ska i första hand presenteras som årseffektiv avkastning efter courtage.
- Det ska finnas en redovisning av så kallade dolda avgifter.

Finansinspektionens rapporter

finns på www.fi.se

- 2006:18 Operativa risker – företagens hantering och FI:s rekommendationer
- 2006:17 Penningtvätt och terroristfinansiering
- 2006:16 Flytträtt för sparande i pensionsförsäkring – kartläggning och förslag
- 2006:15 Oreglerade erbjudanden på aktiemarknaden
- 2006:14 Finanssektorns stabilitet 2006
- 2006:13 Warrantmarknaden – en granskning av informationen till småsparare
- 2006:12 Blancokrediter till konsumenter II – uppföljning
- 2006:11 Skatte- och försäkringsrörelseregler för livförsäkring
- 2006:10 Pensionssparandet och värdebeskeden
- 2006:9 Utvecklingen på bolånemarknaden
- 2006:8 Ordning och reda – en granskning av 150 försäkringsförmedlare
- 2006:7 Livbolagens förlusttäckning – redovisning av olika metoder
- 2006:6 Bankernas kapitalkrav med Basel 2
- 2006:5 Avgift efter prestation – en granskning av avgifter i 37 fondbolag
- 2006:4 Marknadstillsyn 2006
- 2006:3 Handel med förfallna fordringar och inkasso
- 2006:2 Företagens tillämpning av internationella redovisningsregler
- 2006:1 Fondbolagens informationsgivning
- 2005:13 Konsumenten och rådgivningen
- 2005:12 Interna affärer i livbolagen – en uppföljande granskning
- 2005:11 Från konto till konto VII
- 2005:10 Finanssektorns stabilitet 2005
- 2005:9 Hantering av klagomål i finanssektorn
- 2005:8 Företagens interna kapitalutvärdering
- 2005:7 Stärkt skydd för trafikskadade
- 2005:6 Den finansiella elmarknaden
- 2005:5 Livbolagens avgifter
- 2005:4 Blancokrediter till konsumenter
- 2005:3 Finanssektorns krisberedskap
- 2005:2 Livbolagens provisioner till försäkringsmäklare
- 2005:1 Indexobligationer – en granskning av informationen till kunderna



Finansinspektionen
Box 6750, 113 85 Stockholm
Tel 08-787 80 00
Fax 08-24 13 35
finansinspektionen@fi.se