

UiO : Universitetet i Oslo

Sammensatte finansielle produkter —uforståelige eller nyttige?

Diderik Lund

Professor, Økonomisk institutt, Universitetet i Oslo

Foredrag ved Faglig-Pedagogisk Dag, 1. november 2012



UiO : Universitetet i Oslo

“Spareprodukter” av flere slag

- *Sammensatte* eller *strukturerte* produkter, betyr vanligvis det samme: Flere ulike typer finansielle investeringer i en pakke
- (Fins mer kompliserte definisjoner, som vi kan se bort fra her)
- Eksempel: Noe plasseres i obligasjoner med sikker avkastning, resten i risikable aksjer, derivater (f.eks. opsjoner) el. likn.
- Omfatter ikke f.eks. aksjefond, der aksjene er ulike, men må oppfattes som samme *type* investeringer
- *Garanterte* produkter: Undergruppe av sammensatte produkter; selgeren (ofte en bank) garanterer en minste tilbakebetaling. Alt kan ikke gå tapt (så lenge banken ikke går konkurs; evt. kan dette innrettes slik at vanlig innskuddsgaranti opp til 2 millioner kroner dekker den garanterte delen av produktet)

Dagens temaer

- Hvordan virker disse produktene?
- Hvilken nytte kan de ha for kjøperne?
- Hvilke problemer kan oppstå for kjøperne?
- Hvordan informeres kjøperne?
 - Finanstilsynet hevder produktene er kompliserte
 - De som selger dem, hevder de ikke er kompliserte
- Tre aktuelle saker i rettssystemet i 2012
 - Lognvik vs. Storebrand Bank (Høyesterett februar)
 - Røeggen vs. DNB (Høyesterett oktober)
 - Aronsen mfl. vs. Fokus Bank (filial av Danske Bank) (Høyesterett november)

Egen bakgrunn

- Professor i samfunnsøkonomi ved UiO
- Forsket og undervist bl.a. i finansiell økonomi
- Fagkyndig meddommer i Borgarting lagmannsrett 2011–2012, den tredje av de nevnte sakene, Aronsen mfl. vs. Fokus Bank
- Utgjorde mindretallet, dissens 1 mot 4, mener kundene skulle ha erstatning for tap
- Dommen ble anket til Høyesterett

Eksempel 1: Et garantert spareprodukt

- De garanterte er bare en av flere typer sammensatte spareprodukter, men kan være nyttige som et første eksempel
- I markedsføringen er de garanterte produktene kjent bl.a. som
 - “Aksjeindeksobligasjoner”
 - “Banksparing med aksjeavkastning” (fra 2008 dekket av samme regler)
- Både Røeggen-saken og Lognvik-saken dreier seg om slike produkter (men vi ser på et forenklet eksempel)
- Kundens innskudd deles i tre deler
 - Noe går bort i gebyrer
 - En stor del plasseres som vanlig bankinnskudd til en fast rente (dvs. fast nominell rente, men ingen kompensasjon for inflasjon)
 - Resten plasseres i en eller flere risikable finansinvesteringer med mulighet for stor positiv avkastning, men minimum sluttverdi lik null

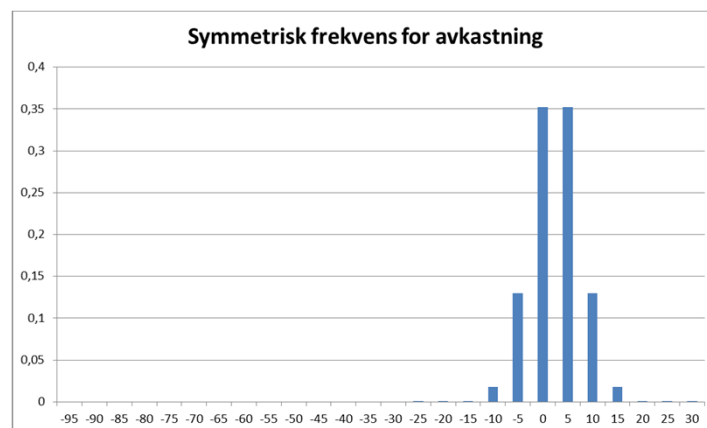
Eksempel 1, forts.:

- Anta 100 investeres, tegningsgebyr er 2% av dette
- Garantert tilbakebetaling av minst 98 etter tre år
- Samtidig observeres at fastrenteinnskudd (eller statsobligasjoner) gir 5% rente per år over tre år
- Tilstrekkelig å bruke 84,66 for å framskaffe garantien, siden $84,66 * 1,05 * 1,05 * 1,05 = 98$
- Plasserer altså 84,66 (av 98) som fastrenteinnskudd
- Gjenstår $98 - 84,66 = 13,34$ som kan plasseres med risiko (f.eks. aksjer), men slik at sluttverdi av denne delen etter tre år med sikkerhet ikke er negativ

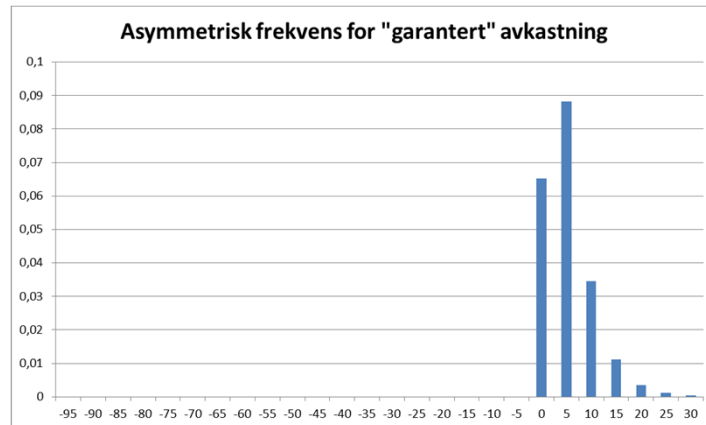
Eksempel 1, forts.:

- Maksimalt tap utgjøres av gebyr (evt. flere gebyrer)
- Å få igjen 98 etter tre år innebærer også rentetap
- Ikke åpenbart om den *mulige* avkastningen på den risikable delen virkelig er gunstigere enn om hele beløpet var blitt plassert til 5% rente
- Avveining av noe sikkert mot noe usikkert; kan vurderes ulikt av ulike kjøpere/kunder/investorer
- Den risikable delen kan f.eks. være kjøpsopsjoner, som i likhet med aksjer ikke kan få negative verdier, men som har større variasjon i utfallene; større sjanse for null verdi, men større potensiell gevinst

Eksempel 1, forts.: Illustrasjon av mulige utfall når det ikke er noen garanti En symmetrisk Gauss-kurve vil ikke ha noen grense for negative utfall (selv om det er svært lav sannsynlighet < - 10%)



Ved garantert avkastning må banken velge investeringer som sikrer en minsteverdi | eksempelet er minste avkastning -2%



Diderik Lund, foredrag ved Faglig-Pedagogisk dag 1.11.2012

9

Eksempel 1 med lånefinansiering

- Hvis investeringen lånefinansieres, kan den være klart ugunstig, siden lånerenten ofte er et par prosentenheter høyere enn renten på den sikre delen (84,66 i eks.) av investeringen
- Hvis kjøperen bare har 20 som egenkapital og må låne 80 til 7% rente, vil tilbakebetaling av lånet koste $80 * 1,07 * 1,07 * 1,07 = 98$, akkurat garantert beløp
- Det vil si: Hvis egenkapitalen er lavere enn 20, eller lånerenten er enda høyere, risikerer kjøperen å tape hele egenkapitalen og stå igjen med en negativ sluttverdi, dvs. en betalingsforpliktelse, etter tre år, på tross av at dette er et garantert produkt
- Hvis det sammensatte produktet tilbys sammen med lånefinansiering, har det ikke lav, men høy risiko

Diderik Lund, foredrag ved Faglig-Pedagogisk dag 1.11.2012

10

Eksempel 1, lånefinansiering, forts.

- Både Røeggensaken og Lognviksaken handler om liknende garanterte produkter som eksempel 1
- Gebyrer og den risikable delen av plasseringen varierer
- I begge sakene fikk kundene tilbud om lånefinansiering sammen med det garanterte produktet
- Hvis lånefinansiering og den sikre delen av plasseringen er like store (f.eks. 84,66), kan samlet investering beskrives slik:
 - 13,34 plasseres i risikable verdipapirer (aksjer, opsjoner ..)
 - I tillegg *et sikkert tap*, $84,66 \times (\text{lånerente} - \text{sparerente})$
- Den risikable delen er sikret mot å få negativ sluttverdi, men sluttverdien kan bli så nær null at den ikke oppveier tapet på den sikre delen, noe som medfører samlet negativ sluttverdi

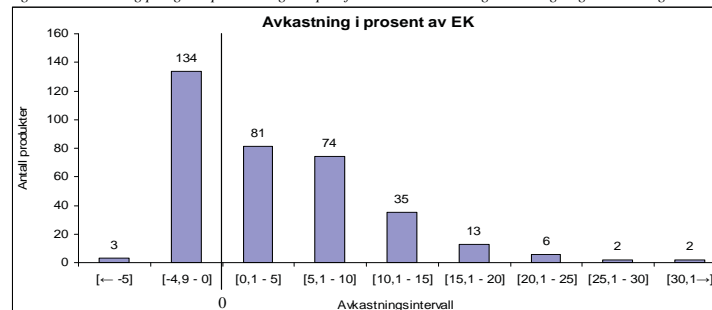
Diderik Lund, foredrag ved Faglig-Pedagogisk dag 1.11.2012

11

Kredittilsynet (nå Finanstilsynet) illustrerer det samme:

Figuren viser et gjennomsnittsbilde for en rekke garanterte spareprodukter, tatt inn i en rapport fra 2008. Denne figuren viser situasjonen når hele investeringen er egenkapitalfinansiert.

Figur 2.1 Avkastning på egenkapital ved egenkapitalfinansierte investeringer uten tegningsomkostninger



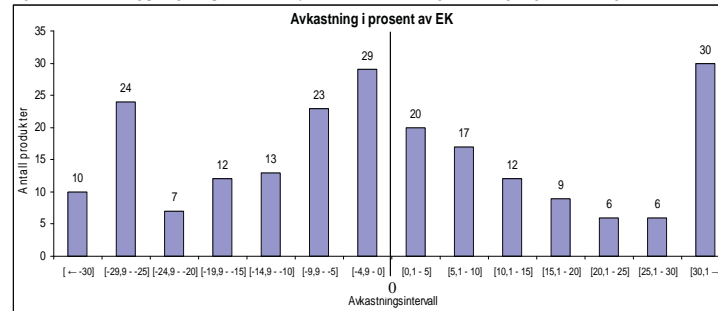
Diderik Lund, foredrag ved Faglig-Pedagogisk dag 1.11.2012

12

Kredittilsynet (2008) forts.: Situasjonen når 80 prosent av investeringen er lånefinansiert; avkastning i % er et relativt begrep,

$$100 \times \left(\frac{\text{Sluttverdi av produkt} - \text{Lånebeløp} \times 1,07^3}{\text{Startverdi av produkt} - \text{Lånebeløp}} - 1 \right) *$$

Figur 2.2 Avkastning på egenkapital ved lånefinansierte investeringer uten tegningsomkostninger



*) Her forutsettes det at lånerenten er 7 prosent gjennom tre år

Mer om relasjon til aktuelle saker

- Tilleggsproblem: Vanskelig å forstå den risikable delen, som i disse tilfellene ikke var aksjer eller aksjefond, men ulike typer opsjoner, der prisingen av disse er omdiskutert
- Hvis den risikable delen består av verdipapirer som er omsatt i et marked, er det ikke diskutabelt hva verdien er, verken på investeringstidspunktet eller når investeringen avsluttes
- Men i stedet har sluttverdien vært definert ved en formel, og beregningen av startverdien er omdiskutert i sakene

Eks. 2: Lånefinansiert investering i lån

- Aronsen mfl. vs. Fokus Bank handler om et annerledes produkt
- I USA blir lån med pant i fast eiendom samlet (*syndikert*) og videresolgt av dem som opprinnelig ytte lånene
- Oppdeling og videresalg kalles *verdipapirisering, securitization*
- Risiko for mislighold ved hvert lån betyr at samling gir diversifisering; reduserer risikoen for den samlede porteføljen
- Likevel: Ved en større nedgang i bolig- og eiendomsprisene vil mange lån bli misligholdt samtidig, og panteverdiene faller også
- Avkastning på verdipapirene er normalt litt høyere enn markedsrenten; gebyrer/marginer vil redusere interessen
- Derfor tilbød Fokus Bank en "note", et verdipapir som ga en 75% lånefinansiert investering i et slikt låne-verdipapir
- Lånefinansiering var altså en integrert del av noten

Eksempel 2, forts.

- Når avkastningen på de amerikanske verdipapirene er litt høyere enn lånerenten Fokus krever, vil det være en positiv differanse til kundene, som blir forholdsmessig større jo høyere låneandelen er
- Vanligvis kan en lånefinansiert plassering få negativ sluttverdi (netto, medregnet lånet), dvs. brutto sluttverdi av plasseringen kan bli lavere enn det som skal betales tilbake på lånet
- Men i den noten Fokus Bank solgte, var det i stedet en klausul om at hvis nettoverdien nærmet seg null, skulle noten tvangsselges for å unngå å havne i minus
- Kundene hadde problemer med å forstå produktet, og spesielt med å forstå hvilke typer risiko de sto overfor
- Tjue måneder etter investeringen ble notene tvangssolgt til 13 prosent av verdien, dvs. 87 prosent gikk tapt

Finanskrisen, tap og regelendringer

- Fra 2007: Problemer i boliglånsmarkeder i USA; Terra-saken
- Fra 2008: Store problemer i finansmarkedene, først om våren i USA, spesielt store problemer fra september, statlig redning
- Kraftig verdifall for de fleste verdipapirer
- Medførte kraftig verdifall også for sammensatte produkter, og lånefinansierte kunder endte med negativ egenkapital
- EU-direktiv i 2007 klassifiserer kundene etter profesjonalitet
- Norske myndigheter strammet inn regelverket for markedsføring av slike produkter i 2004, 2006–07 og 2008
- Delvis økte krav om informasjon om produktene, fra 2008 så strengt at det i praksis er blitt oppfattet som et forbud mot å selge til ikke-profesjonelle kunder

Nytte av sammensatte produkter?

- For profesjonelle: Vil ofte være mulig å kjøpe de ulike delene av produktet hver for seg; vanligvis billigere
- For ikke-profesjonelle: Kan være fristende å ha ubegrenset gevinstmulighet, men begrenset tapsmulighet, uansett om det begrensede tapet er mye mer sannsynlig enn en stor gevinst
- Erfaringen tilsier likevel at mange kunder mangler tilstrekkelig forståelse av hva investeringen innebærer
- Vanskelig å hevde at de har nytte av den, hvis de ikke har mulighet for å forstå detaljene
- Spesielt vanskelig for kundene å forstå hvor mye gevinstmuligheten blir redusert av gebyrer og marginer hos bankene

Ulike kundegrupper, ulik informasjon

- Sammensatte produkter har vært kjøpt av alle typer kunder, fra siviløkonomer med lang erfaring til reine amatører uten noen tidligere erfaring med verdipapirer
- Fokus bank solgte produkter til privatpersoner i Norge som i Danmark bare ble solgt til profesjonelle
- Garanterte produkter er tilbudt med lånefinansiering i Norge (frarådd av myndighetene 2008); ikke i Sverige eller Danmark
- Forskriftene krever
 - Informasjon tilpasses kundens forkunnskaper
 - Rådgiving tilpasses kundens totalsituasjon og preferanser
- I praksis svært vanskelig, fordi selger har mangelfullt kjennskap, og fordi kundene er så ulike
- Alle kunder som klager, hevder de ikke har forstått produktene

Feilinformasjon?

- I min dissens hevder jeg at Fokus Bank feilinformerte, spesielt om forventet avkastning for perioden 2007–2010
- Banken tok ikke hensyn til at lånepapirene som var utgangspunktet for investeringen, hadde spesielt høy verdi våren 2007, noe som reduserer muligheten for videre vekst
- Lånepapirer har høy verdi når det er lav kredittspread
- Kredittspread er navnet på forskjellen i avkastningen i markedet mellom sikre papirer (f.eks. statsobligasjoner) og usikre papirer
- I 2009, etter at finanskrisen var utløst, ble det reklamert for samme type produkt med følgende formulering: De selges «at historically low prices and wide spreads.»
- I 2007 ville formuleringen ha vært «at historically high prices and narrow spreads», men dette var utelatt av Fokus Bank

UiO : Universitetet i Oslo

Kredittspread i Norge hentet fra Dagens Næringsliv, okt. 2012. Figuren tyder på en nedre grense på omkring ett prosentpoeng. Verdi av usikre lånepapirer svinger omvendt av dette: Når tiltroen til lånene avtar, blir kravet til avkastning høyere (for å kompensere for risikoen), og med en fast avtalt rentebetaling på papirene vil dette bare kunne oppnås ved at markedsverdien av papiret faller.

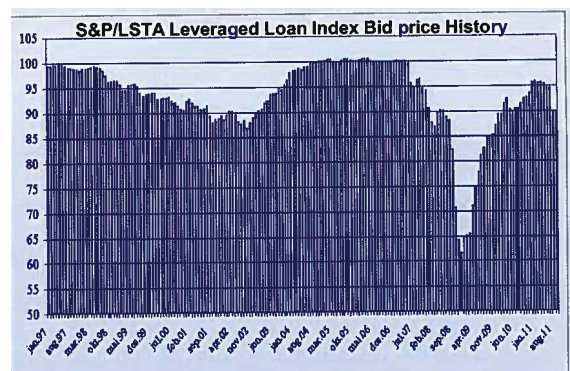


Diderik Lund, foredrag ved Faglig-Pedagogisk dag 1.11.2012

21

UiO : Universitetet i Oslo

Verdi av lånepapirer i USA hentet fra S&P/LSTA, en samleindeks for verdi av slike papirer. (Svinger omvendt proporsjonalt med kredittspread.) Fokus-kundene investerte i juni 2007, på topp.



Diderik Lund, foredrag ved Faglig-Pedagogisk dag 1.11.2012

22

Henvisning til «bransjestandard»

- Selgerne henviser til «bransjestandard» for informasjon
- Akseptert juss at informasjon ikke trenger være perfekt, men i tråd med normal, god bransjestandard
- Problem med dette: Noen produkter har særegenheter som krever spesielle typer informasjon, uansett «bransjestandard»
- Alvorlig: Hva hvis bransjestandard leder til f.eks. finanskriser?
- En drivkraft bak finanskrisen i 2008 var kredittgivning uten tilstrekkelig kredittvurdering
- Ble muliggjort av verdipapirisering uten tilstrekkelig oversikt over konsekvensene; risikovurderinger var utilstrekkelige
- Aktørene i finansmarkedene var nok forvirret på et høyere nivå enn norske bankkunder, men det er likhetstrekk

Oppsummering

- Ulike typer sammensatte spareprodukter, bl.a.:
- Garanterte spareprodukter:
 - Gebyrer og marginer til selgeren (ofte en bank) vil underminere muligheten til gevinst
 - Kombinert med lånefinansiering har produktene høy risiko
- Lånefinansiert investering i lån:
 - Komplisert konstruksjon som kjøperne ikke gjennomskuet
 - Var ikke tilbudt til privatpersoner i Danmark, men i Norge
 - Ble tilbudt i mai-juni 2007, da kredittspread var på bunn og lånepapirenes verdi derfor på topp, noe som reduserte avkastningsmulighetene
- Reguleringer fra 2008 har begrenset salget av disse, men nye typer kan bli utviklet; myndighetene må følge situasjonen nøye

Anbefalt litteratur *)

- Bjerksund, P. (2008), «Hvordan bankene har påført sine kunder skjulte kostnader med lånefinansierte garanterte spareprodukter,» *Praktisk Økonomi og Finans*, 24(2), 81–85.
- Borgarting lagmannsrett (2012), LB-2010-137213 «Fokus-dommen», http://folk.uio.no/dilund/dom_lb.pdf
- Brattlie, N.G., S.R. Jordheim og M.A. Kleiven (2007), «Realisert avkastning på strukturerte spareprodukter,» *Praktisk Økonomi og Finans*, 23(4), 107–116.
- Finanstilsynet (2008), «Sammensatte produkter – endringer i forskrift om opplysningsplikt ved tilbud om kjøp av sammensatte produkter,» Rundskriv 4/2008, 12. februar, <http://www.finanstilsynet.no>
- Høyesterett (2012), HR-2012-00436-A «Lognvik-dommen», <http://www.domstol.no/upload/HRET/saknr2011-1053.pdf>
- Kjørven, M.E. (2012), «Anvendelse av avtaleloven § 36 ved salg av finansielle instrumenter til forbruker – kommentar til Rt. 2012 s. 355 (Lognvik-saken),» *Lov og Rett*, 51(7), 387–406.
- Koekebakker, S., og V. Zakamouline (2007), «Historisk avkastning på garanterte spareprodukter,» *Praktisk Økonomi og Finans*, 23(4), 99–106.
- Aamo, B.S. (2010), «Et sunnere sparemarked,» *Aftenposten*, 24. juni.

*) Tidsskriftene *Lov og Rett* og *Praktisk Økonomi og Finans* er gratis tilgjengelige på <http://www.idunn.no>. Aamos kronikk i *Aftenposten* er også gratis tilgjengelig.