

Bilag 1

Baggrundsrapport: Pengeinstitutternes investeringsrådgivningssystemer

Indledning

Værdipapirer, som sælges til danske forbrugere, formidles hovedsagligt via pengeinstitutter. I forbindelse med denne formidling tilbyder pengeinstitutterne at yde investeringsrådgivning. Når et pengeinstitut yder investeringsrådgivning og/eller porteføljepleje påhviler det pengeinstituttet, jf. § 16 og § 18 i investorbeskyttelsesbekendtgørelsen¹, at indhente en række oplysninger om kunden og på den baggrund gennemføre en egnethedstest mhp. at kortlægge, om den påtænkte værdipapirhandel passer til kunden og dennes konkrete forhold.

Til brug for rådgivningen anvender pengeinstitutterne IT-baserede rådgivningsværktøjer. Værktøjerne har til formål at sikre, at investeringsrådgiverne systematisk får indsamlet de kundeoplysninger, der danner grundlag for kundens investeringsprofil, og som - for visse institutters vedkommende - også anvendes til at matche investeringsprofiler med konkrete porteføljeforslag.

Da IT-rådgivningsværktøjerne udgør et hjælpeværktøj for den investeringsrådgivning, som ydes i pengeinstitutterne, er det relevant at undersøge, hvordan værktøjerne er designet, og i hvilket omfang de bidrager til at afdække de relevante kundeforhold.

Finanstilsynet har derfor i foråret 2013 gennemført en undersøgelse² af de IT-rådgivningsværktøjer, som pengeinstitutterne anvender, når de foretager egnethedstest for at kunne yde investeringsrådgivning og/eller foretage porteføljepleje.

Formålet med undersøgelsen har været at afdække, hvilke oplysninger IT-rådgivningsværktøjerne lægger op til, at pengeinstitutternes rådgivere skal indhente fra detailkunder for at kunne foretage en egnethedstest.

Undersøgelsen har fokuseret på, hvordan IT-løsningerne understøtter, at de indhentede oplysninger kan danne baggrund for at forstå og vurdere kundens kendskab til og erfaring på det relevante investeringsområde, kundens finansielle situation og investeringsformål. Endvidere er der i undersøgelsen set på, hvordan IT-løsningerne understøtter, at kundens karakteristika kan anvendes til at fastlægge kundens investeringsstrategi/-profil.

Undersøgelsen er omfangsmæssigt afgrænset til at undersøge de *IT-løsninger*, som pengeinstitutterne anvender, og vurdere hvordan IT-systemerne understøtter gennemførelsen af egnethedstest i henhold til § 16 og § 18 i investorbeskyttelsesbekendtgørelsen. Systemunderstøttelsen af hensigtsmæssighedstesten, som kan gennemføres i henhold til § 17 i investorbeskyttelsesbekendtgørelsen, indgår ikke i undersøgelsens afrapportering.

¹ Bekendtgørelse nr. 984 af 6. august 2013 om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel.

² Undersøgelsen er gennemført i medfør af §347 i lov om finansiel virksomhed.

Denne undersøgelse afviger fra Finanstilsynets sædvanlige undersøgelser, idet undersøgelsen fokuserer på, hvordan IT-rådgivningsværktøjerne understøtter pengeinstitutternes gennemførelse af egnethedstesten og efterlevelsen af den fælles europæiske tilsynsmyndighed ESMA's retningslinjer for egnethedstest. Pengeinstitutternes rådgivning i henhold til investorbeskyttelsesbekendtgørelsen undersøges dermed ikke.

Undersøgelsen er gennemført som en skrivebordsundersøgelse, hvor Finanstilsynet har indsamlet materiale om de anvendte IT-løsninger fra:

- de tre datacentraler (SDC, BEC og Bankdata), som leverer IT-løsninger til en række mellemstore og mindre pengeinstitutter
- en række banker, som anvender egne systemløsninger eller en datacentralløsning. Bankerne omfatter: Danske Bank, Nordea, Arbejdernes Landsbank, DiBa Bank, Vestfyns Bank, Sydbank og Jyske Bank.

For så vidt angår BEC og Bankdata, er der indsamlet informationer om IT-løsningen både fra de to datacentraler og fra en række pengeinstitutter, som de to datacentraler har samarbejdsaftale med. Baggrunden for dette er, at indsamlingen af materiale fra Bankdata viste, at Bankdata ikke har udviklet en systemløsning, der kan stå alene, og indsamlingen af materiale fra BEC viste, at BEC lader det være op til det enkelte pengeinstitut at fastlægge det tekstuelle indhold, af spørgsmål, svar mv.

I rapporten præsenteres de indsamlede oplysninger om IT-rådgivningsværktøjerne i summarisk form på en sådan måde, at den enkelte virksomhed ikke kan identificeres.

Investorbeskyttelsesbekendtgørelsens ”kend din kunde”-princip

Kend din kunde-princippet i bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel (herefter investorbeskyttelsesbekendtgørelsen) er hjørnестenen i den del af investorbeskyttelsesreglerne, som omhandler rådgivning.

”Kend din kunde”-princippet, som er udmøntet i § 16 og § 18, fastslår, at pengeinstitutter skal indhente bestemte oplysninger om kundernes forhold, når de rådgiver om investering i værdipapirer og finansielle instrumenter og foretager porteføljepleje. Samtidig fastslår reglerne, at der på baggrund af disse oplysninger skal gennemføres en egnethedstest (§ 16) for at kortlægge, om den påtænkte værdipapirhandel egner sig til kunden³.

Til brug for egnethedstesten skal værdipapirhandleren indhente de oplysninger om kunden, som er nødvendige og relevante for, at værdipapirhandleren kan forstå og vurdere:

- kundens kendskab til og erfaring på det relevante investeringsområde,
- kundens finansielle situation, og
- kundens investeringsformål (herunder investeringshorisont og risikovillighed).

På baggrund af oplysningerne skal værdipapirhandleren fastlægge investors investeringsstrategi/profil, som kan danne grundlag for værdipapirhandlerens anbefalinger.

³ Reglerne gennemfører dele af de EU-regler, som fremgår af MIFID-direktivet (forkortelse af Market in Financial Instruments Directive) og kommissionens gennemførelsesdirektiv.

Derudover har den fælles europæiske tilsynsmyndighed på værdipapirområdet, European Securities and Markets Authority (herefter benævnt ESMA), udarbejdet retningslinjer for, hvordan kravene bør efterleves. Retningslinjerne, der er benævnt som "Retningslinjer for visse aspekter af egnethedskravene ifølge MiFID" skal efterleves ud fra et "comply or explain"-princip og har været gældende i Danmark siden 1. januar 2013.⁴

De følgende afsnit i rapporten giver en generel beskrivelse af IT-rådgivningsværktøjerne og tager afsæt i de tre ovenfor skitserede informationsområder, som værdipapirhandleren skal afdække – dvs. 1) kendskab og erfaring, 2) finansiel situation, og 3) investeringsformål. Afsnittene vil indledningsvist skitsere kravene til værdipapirhandleren på det relevante område. Derefter opridses de væsentligste observationer, som Finanstilsynet har gjort sig i undersøgelsen.

Kundens kendskab til og erfaring med investeringsområdet

Regelgrundlag

Formålet med at afdække kundens kendskab til og erfaring med det relevante investeringsområde og -produkt er bl.a. at sikre, at kunden har en tilstrækkelig forståelse af produktets karakteristika og de risici, der er forbundet dermed.

Når investeringsrådgiveren indsamler oplysninger om kundens kendskab og erfaring, skal følgende forhold afdækkes jf. investorbeskyttelsesbekendtgørelsens § 18, stk. 1-3:

- De typer tjenester, transaktioner og finansielle instrumenter, som kunden er bekendt med.
- Art, antal og hyppighed af kundens transaktioner i finansielle instrumenter og den periode, hvori de er gennemført.
- Kundens uddannelsesniveau og beskæftigelse eller tidligere relevant beskæftigelse.

Samtidig har pengeinstituttet mulighed for at anvende oplysninger, som de allerede besidder om kunden.

Omfanget af de oplysninger, som skal indhentes, afhænger af kompleksitetsgraden eller risikoniveauet samt den konkrete kundes forhold. Typen af det finansielle instrument, som påtænkes investeret i, bør således spille ind. Jo mere komplekst og/eller risikabelt, jo mere detaljeret information bør man indsamle.⁵ Herved kan kundens evne til at forstå risiciene ved produktet bedre vurderes.

Pengeinstitutterne bør endvidere - ifølge retningslinjerne fra ESMA - træffe rimelige foranstaltninger til at sikre, at de indhenter pålidelige kundeoplysninger, og de bør ikke forlade sig for meget på kunders egen vurdering af viden og erfaring. Kundens egen vurdering bør

⁴ Retningslinjerne er summarisk gengivet i Bilag 2 og kan læses i deres fulde længde her:

<http://www.ftnet.dk/da/Nyhedscenter/Sektornyt/2012/Finanstilsynet-foelger-ESMAs-retningslinjer.aspx>

⁵ Særligt for illikvide eller risikable finansielle instrumenter kan de "nødvendige oplysninger" f.eks. omfatte indtægtsoplysninger, oplysninger om kundens aktiver og hvor relevant, også oplysninger om, hvilke betingelser, vilkår, adgang, lån, garantier og andre begrænsninger, der eventuelt måtte være knyttet til ovenstående aktiver, kundens normale finansielle forpligtelser, (kundens debetbeløb, samlede gældsætning og andre periodiske forpligtelser osv.).

derfor ledsages af objektive mål (fx mål for handelshyppighed og –frekvens samt kendskab).

Finanstilsynets observationer og vurdering

Undersøgelsen har vist, at der både er systemer, som er indrettet til ganske omfattende at afdække kundens kendskab og erfaring, og systemer, der lægger op til en mere sporadisk afdækning i kombination med mundtlig afdækning af erfaring og kendskab.

Den mest omfattende form for indsamling om *kendskab* ses hos en virksomhed, hvis IT-rådgivningsværktøj afdækker kundens produktkendskab via to supplerende metoder. Dels skal kunden på en gradueret skala vurdere sit kendskab til en række produkter, dels måles kundens kendskab via en række produktspecifikke spørgsmål, hvor antallet af spørgsmål stiger i takt med produktets kompleksitet. Virksomheden forlader sig dermed ikke alene på kundens egen vurdering.

Andre virksomheders IT-systemer lægger op til en mindre omfattende afdækning af produktkendskab, hvor fx kundens kendskab til flere forskellige typer instrumenter afdækkes ved et enkelt spørgsmål. Et eksempel på en sådan sammenlægning er vist i Eksempel 1 boks 1.1.

I andre tilfælde slås afdækningen af kendskab og erfaring sammen. Denne metode ses bl.a. i et system, hvor kunden skal tilkendegive, om kunden enten har ”kendskab”, ”kendskab og erfaring” eller ”intet kendskab” til en række forskellige produkttyper. Ved at udfylde en kommentarboks om kundens kendskab, har rådgiveren mulighed for at kompensere for de mindre præcise svarkategorier.

For så vidt angår kundens *erfaring* er der ligeledes et relativt stort spænd mellem, hvor grundigt IT-værktøjerne lægger op til, at denne afdækkes.

I de mest omfattende systemer skal kunden numerisk oplyse handelsomfang og -hyppighed inden for en række forskellige instrumenttyper.

I den modsatte ende er der ét institut, hvis IT-rådgivningsværktøj slet ikke lægger op til, at kundens investeringserfaring afdækkes.

Boks 1.1

Eksempler på afdækning af kendskab og erfaring

Eksempel 1:

Kendskab til aktier, obligationer og investeringsforeningsbeviser:

- Godt kendskab
- Middel kendskab
- Lidt kendskab
- Ingen kendskab

Eksempel 2:

Kundens handler [erfaring]

- Har foretaget omfattende handler på det relevante marked - gennemsnitlig ti gange pr. kvartal i de foregående fire kvartaler
- Har foretaget handler på det relevante marked mindre end ti gange pr. kvartal de foregående fire kvartaler
- Har ikke foretaget handler på det relevante marked de foregående fire kvartaler.

Note: Eksemplerne er taget fra forskellige spørgeskemaer.

Imellem disse yderpunkter er IT-systemerne i varierende grad indrettet til at afdække kundens handelserfaring. Denne midtergruppe inkluderer IT-løsninger, hvor kunden med "ja"/"nej" for hvert produkt skal oplyse om tidligere handel, men ikke handelsomfang. I et andet eksempel afdækkes kundens generelle handelserfaring – i modsætning til på produkttypeniveau – ved angivelse af handelshyppighed og handelsperiode. Endelig har en virksomhed konstrueret sit system således, at kendskab og erfaring vurderes som en samlet størrelse og ikke som to separate elementer, der tilsammen kan give et billede af kundens forståelse af et givet investeringsprodukt.

Endelig har undersøgelsen vist, at der – IT-rådgivningsværktøjerne imellem – er betydelige forskelle på, hvad som kvalificerer til at være en "erfaren" investor. Fx kategoriserer en virksomhed intervallet 1-5 handler inden for de sidste tre år som "godt kendskab", mens en anden virksomhed rangerer "mindre end 10 handler pr. kvartal i de foregående fire kvartaler" som middelværdi – se eksempel 2 i boks 1.1. Forskellene mellem, hvordan erfaringsniveauet skal klassificeres, er påfaldende.

Sammenfattende tegner ovenstående et billede af, at de fleste IT-systemer er indrettede sådan, at systemerne i alle eller nogle tilfælde forlader sig på kundernes egen vurdering af enten viden, erfaring og/eller kendskab uden objektive mål for disse. Dertil kommer, at der er betydelige forskelle på, hvad der skal til for, at virksomheden klassificerer kunden som "erfaren".

Det følger ud fra såkaldt behavioral økonomisk teori, at menneskers investeringsbeslutninger ikke er fuldt ud rationelle, men træffes med afsæt i psykologiske mekanismer. En af disse psykologiske mekanismer, som har betydning, er det forhold, at det ligger til menne-

skets natur at have en overdreven tiltro til egne evner.⁶ Dette psykologiske fænomen kan indebære, at kunden vurderer eget kendskab- og erfaringsniveau til at være bedre end kundens kendskab og erfaring reelt berettiget til. Det giver risiko for, at kundens erfaringsniveau overestimeres, hvis det måles via kundens subjektive opfattelse.

Det er Finanstilsynets opfattelse, at systemerne i højere grad bør bygge på objektive mål for erfaring for at opfylde ESMA's guidelines. I stedet for kun at spørge en kunde om vedkommende selv vurderer sig til at være erfaren i at investere i bestemte instrumenter, bør der i stedet spørges om antal handler og handelshyppighed.

Oplysninger om finansiel situation

Regelgrundlag

Reglerne i investorbekendtgørelsen tilsiger, at investeringsrådgivere skal indhente oplysninger om kundens finansielle situation, som - hvor relevant - skal vedrøre indtægtsforhold, aktiver, herunder likvide aktiver, investeringer og fast ejendom samt kundens normale finansielle forpligtelser.

I afdækningen heraf bør virksomhederne jf. retningslinjerne fra ESMA, endvidere bl.a. indhente de nødvendige oplysninger ud fra et proportionalitetsprincip, hvor der bl.a. indhentes flere oplysninger, jo større del af kundens samlede økonomi investeringsbeslutningen vedrører. Og jo mere komplekst og/eller risikabelt finansielt instrument, jo mere bør det overvejes at indsamle mere detaljeret information.⁷

Finanstilsynets observationer og vurdering om afdækning af kundens finansielle situation

De fleste IT-rådgivningsværktøjer giver mulighed for automatisk at trække kundeoplysninger, som allerede forefindes i pengeinstituttets øvrige IT-system. Det er fx oplysninger om kundens løn, formue, engagement, alder mv., som også er de mest gængse oplysninger, der lægges til grund i afdækningen af kundens finansielle situation.

Kun få af de undersøgte IT-systemer er indrettet således, at der systemmæssigt i forbindelse med gennemførelsen af egnethedstest automatisk indhentes oplysninger om kundens normale finansielle forpligtelser og oplysninger om hele husstandens samlede økonomiske situation.

De undersøgte virksomheder har i udgangspunktet tilrettelagt deres IT-system således, at der indhentes de samme oplysninger om kundens finansielle situation, uanset hvilken type finansielt instrument, der forventes handlet.

⁶ For en beskrivelse af behavioral økonomisk teori, herunder adfærden hos såkaldte "overconfident investors" se fx Chuang, W-I. & Lee, B-S (2006), "An Empirical Evaluation of the Overconfidence Hypothesis", *Journal of Banking & Finance* 30, 2489-2515; Barber, B. M & T. Odean (2001). "Boys will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 116, No. 1 (Feb., 2001), 261 - 292. Daniel, Kent & Titman, Sheridan (1999). "Market Efficiency in an Irrational World", *Financial Analysts Journal*, November/December 1999, 28-40. De Bondt, Werner F. M. & Thaler, Richard H. (1995). "Financial Decision-Making in Markets and Firms: A Behavioral Perspective i *Handbooks in Operations Research and Management Science: Finance*. Eds. R.A. Jarrow, V. Maksimovic & W.T. Ziemba., Amsterdam: Elsevier: 385 - 410.

⁷ Særligt for illikvide eller risikable finansielle instrumenter kan de "nødvendige oplysninger" f.eks. omfatte indtægtsoplysninger, oplysninger om kundens aktiver og hvor relevant, også oplysninger om, hvilke betingelser, vilkår, adgang, lån, garantier og andre begrænsninger, der eventuelt måtte være knyttet til ovenstående aktiver, kundens normale finansielle forpligtelser, (kundens debetbeløb, samlede gældsætning og andre periodiske forpligtelser osv.).

Det følger af ESMA's guidelines, at jo mere komplekst og/eller risikabelt et finansielt instrument, kunden modtager investeringsrådgivning om, i jo højere grad bør værdipapirhandleren overveje at indhente mere tilbundsående information om kundens finansielle situation. Særligt for investeringer i finansielle instrumenter med høj risiko eller investeringer for store beløb, fastslår retningslinjerne, at det vil være nødvendigt at indhente oplysninger om fx kundens normale finansielle forpligtelser (kundens debetbeløb, samlede gældsætning og andre periodiske forpligtelser osv.). I de tilfælde, hvor IT-systemet ikke er indrettet til at indhente oplysninger om fx kundens finansielle forpligtelser stiller dette særlige krav til pengeinstituttets forretningsgange for den mundtlige dialog med kunden om, hvorvidt den påtænkte investering er egnet for kunden set i lyset af kundens privatøkonomiske situation og finansielle forpligtelser.

Finanstilsynet vil på ovenstående baggrund tage en drøftelse med branchen om, hvordan det kan sikres, at oplysninger om kundens finansielle forpligtelser indgår som en integreret del af egnethedstesten.

Oplysninger om investeringshorisont, investeringsformål og risikovillighed

Regelgrundlag

Ifølge § 18 stk. 3 i investorbeskyttelsesbekendtgørelsen skal en værdipapirhandler, når denne indhenter oplysninger om en kundes investeringsformål, indsamle information om kundens investeringshorisont, risikovillighed, risikoprofil og formålet med investeringen.

En afdækning af en kundens investeringsformål og -horisont er både relevant til brug for at fastlægge kundens risikoprofil og for at indkredse, hvilke produkttyper, der vil være relevante - fx om illikvide produkter eller "køb og behold-produkter" er egnede for kunden. Derudover kan skattemæssige forhold spille ind.

I afdækningen heraf bør virksomhederne - jf. retningslinjerne fra ESMA - bl.a. træffe foranstaltninger til at sikre, at der er konsistens i de oplysninger som afgives, og at man kan håndtere eventuelle modsigelser (fx en kunde som angiver en lav risikovillighed og ambitiøse investeringsmål). Og de bør sikre pålideligheden af oplysningerne, herunder sikre, at værktøjerne er hensigtsmæssigt udformet fx således, at spørgsmål ikke er udformet på en måde, der fører kunden til en bestemt type investering.

Finanstilsynets observationer og vurdering af rådgivningsværktøjernes afdækning af investeringsformål og -horisont

Samtlige virksomheder har indrettet IT-systemerne sådan, at kunder, der gennemgår en egnethedstest, skal besvare spørgsmål om investeringsformål og investeringshorisont. Det forhold som primært afdækkes er, hvorvidt kundens formål er investering af frie midler, investering af pensionsmidler eller øvrige mere spekulative formål.

Hos alle virksomheder afdækkes kundens investeringshorisont, sådan som lovgivningen stiller krav om. Tre virksomheder har valgt at supplere med spørgsmål, som afdækker kundens investortype – fx ved at afdække kundens forventede handelsfrekvens eller kundens interesse for selv at forestå den løbende investeringspleje ved at købe og sælge værdipapirer.

Afdækning af kundens investortype - dvs. om kunden flittigt selv handler værdipapirerne løbende, eller i højere grad anlægger en "køb og behold strategi - er ikke et lovkrav, men det er Finanstilsynets opfattelse, at det – afhængigt af den pågældende virksomheds forretningsmodel – kan være et relevant forhold at spørge ind til, da rådgiveren dermed kan få et bedre indblik i, hvilke investeringsydelse, der vil være relevante for den pågældende kunde.

Finanstilsynets observationer og vurdering af rådgivningsværktøjernes afdækning af risikovillighed

Alle IT-rådgivningsværktøjerne kan i forbindelse med gennemførelse af egnethedstest anvendes til at afdække kundens risikovillighed – og alle anvender en systembaseret spørgeskemametode som et led i gennemførelsen af egnethedstesten.

Der er betydelige forskelle på, hvor mange spørgsmål i det systembaserede spørgeskema, som virksomhederne anvender for at få et mål for kundens risikovillighed.

I den ene ende af skalaen, er der IT-rådgivningsværktøjer, som afdækker risikovilligheden ved at stille kunden 1-4 spørgsmål.

I den anden ende af skalaen afdækkes kundens risikovillighed via op til 10 eller flere spørgsmål, som "måler" kundens risikovillighed på forskellig vis.

Et spørgsmål, som går igen i de fleste IT-systemer, er spørgsmål, hvor kunden bliver bedt om at vurdere sin egen risikovillighed – fx ved at anføre om kunden mener at have lav, mellem eller høj risikovillighed. Et eksempel på et sådant spørgsmål kan ses af boks nr. 1.2 nedenfor.

Boks 1.2

Eksempel på et spørgsmål, hvor kunden bliver bedt om at vurdere sin egen risikovillighed:

Kunden skal sætte kryds ved det udsagn der passer bedst:

- Lav risiko: foretrækker du et stabilt afkast mod samtidig at give afkald på mulighederne for større afkast til fordel for sikkerhed?*
- Middel risiko: foretrækker du at få et godt afkast, selvom der kan være tale om nogle udsving i kursværdien, og selvom du må acceptere mulige tab på langt sigt?*
- Høj risiko: foretrækker du at få et højt afkast, selvom der kan være store kursudsving og markante tab selv på lang sigt?*

De øvrige spørgsmål, som anvendes til at afdække kundens risikovillighed er i flere tilfælde spørgsmål, der fx er udformet som udsagn, som kunden skal erklære sig enig eller uenig i.

Endvidere anvendes der i flere IT-systemer søjlediagrammer og grafer over forskellige investeringsscenerier, som kunden bliver bedt om at forholde sig til. I boksen på næste side

er der angivet nogle eksempler på sådanne spørgsmål, som anvendes til at afdække kundens risikovillighed.

Boks 1.3

Eksempler på spørgsmål, som indgår i spørgeskemaer, der anvendes til at afdække kundens risikovillighed:

Hvor stort et afkastudsving kan du acceptere – set over en vilkårlig etårig periode?

- Jeg investerer så risikoen for negative afkast er meget begrænset
- 10%
- 20%
- 30%
- 40%
- 50%

Værdien af din investering falder i løbet af kort tid (nogle måneder) med 15%. Hvad gør du?

- Sælger alt for ikke at tabe yderligere
- Afventer i håb om at markederne retter sig
- Køber op, da papirerne nu er blevet billigere (hvis der er flere penge at købe for)

Jeg er meget forsigtig når det gælder anbringelsen af mine penge

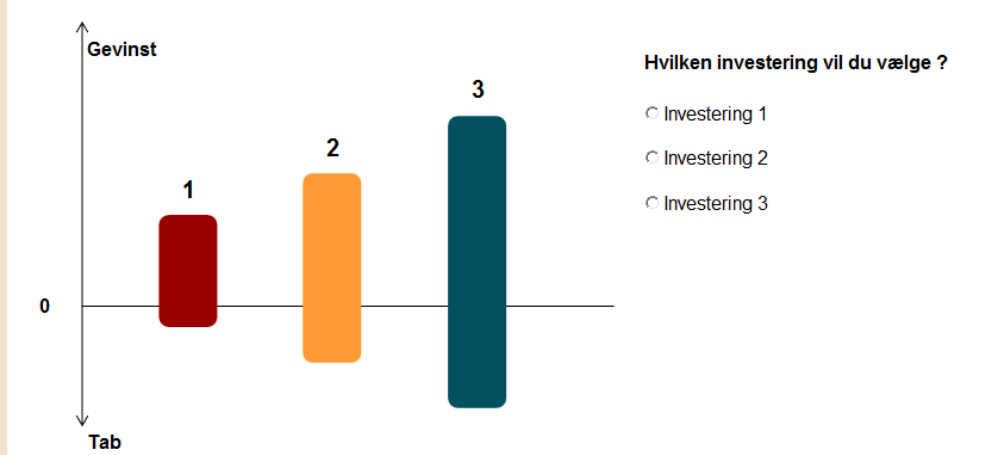
- Enig
- Neutral
- Uenig

Det er vigtigere for mig at risikere noget for at følge mine drømme frem for at satse på det trygge og sikre

- Enig
- Neutral
- Uenig

Afkast på investering

Figuren viser, hvor meget afkastet vil variere for 3 forskellige investeringer.



Note: Eksemplerne er taget fra forskellige spørgeskemaer.

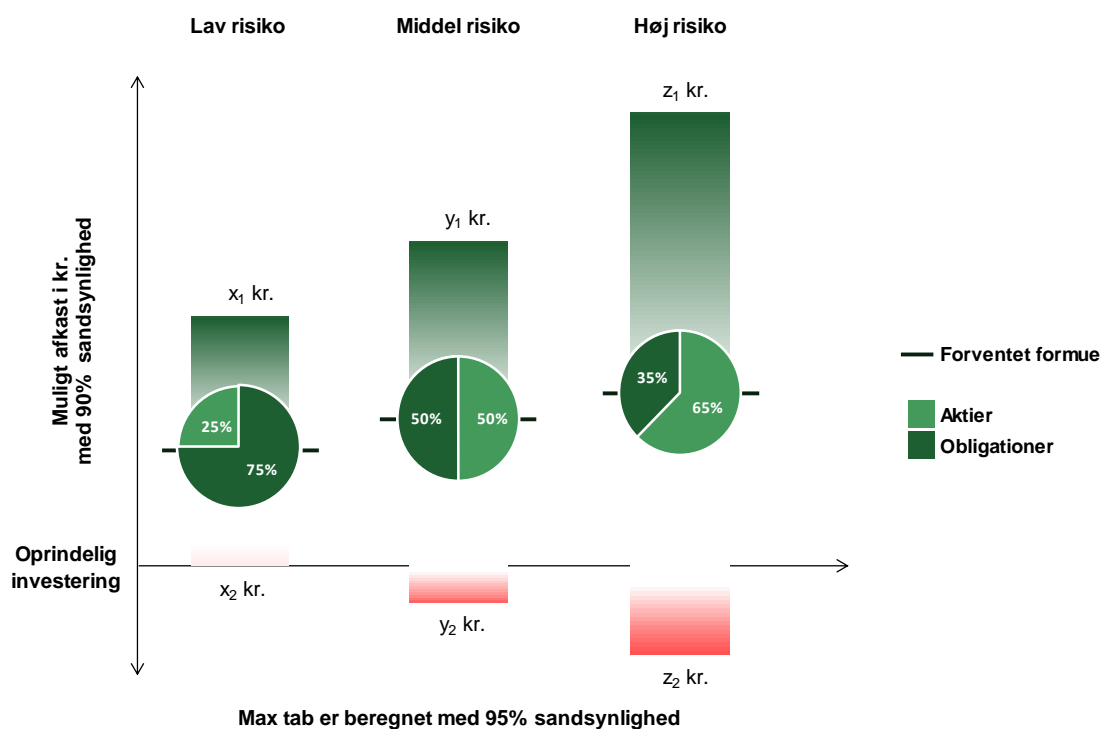
Undersøgelsen har endvidere vist, at enkelte IT-rådgivningsværktøjer er indrettet således, at kundens risikovillighed også afdækkes ved at bede kunden forholde sig til objektive og kvantitative angivelser på potentielle afkast og tab. Et eksempel herpå er et interaktivt værktøj, som tilpasses kundens investeringsportefølje, og hvor kunden kan se, hvor stort det maksimale potentielle tab (og den maksimale gevinst) med 95 procents sandsynlighed kan blive ved forskellige risikoprofiler over varierende investeringshorisonter.

Nedenfor (i boks 1.4) ses et eksempel på en grafisk illustration, som overfor kunden anvendes til at give kunden objektive og kvantitative angivelser på potentielle afkast og tab for forskellige risikoprofiler.

Boks 1.4

Investeringsportefølgers mulige afkast og risiko

Investeringshorisont = t år



Det følger af ESMA's guidelines, at kundens egen vurdering af risikovillighed bør ledsages af objektive mål for størrelsen af kundens tabsvillighed. Risikovillighed er selvsagt en subjektiv størrelse, men kontrolspørgsmål samt objektive mål kan bidrage til at kunde og rådgiver får en ensartet opfattelse af kundens risikovillighed og af, hvilken størrelse tab kunden over en bestemt tidsperiode vil være villig til at skulle acceptere.

Når kundens risikovillighed måles ved at bede kunden vurdere egen risikovillighed og uden objektive angivelser af potentielle tab, er der en psykologisk risiko for, at kunden overestimerer egen risikovillighed. Forskere indenfor såkaldt behavioral økonomisk teori har i de senere år påvist, at psykologiske mekanismer har stor betydning for menneskers investeringsbeslutninger. Og det er påvist, at mennesker psykologisk set er indrettede til at have

en overdreven tiltro til egne evner, som kan resultere i, at mennesker overestimerer investeringers gevinstpotentiale, mens investeringers tabspotentiale og tabssandsynlighed undervurderes⁸. Disse forhold gør det særligt væsentligt, at kunden bliver præsenteret for kvantitative mål for størrelsen på potentielle tab på investeringerne.

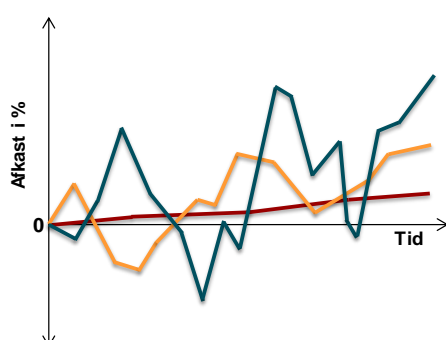
Det er Finanstilsynets opfattelse, at der må forudsættes mere individuel rådgivning i de tilfælde, hvor kundens risikovillighed via IT-løsningen måles ved relativt få spørgsmål, og hvor det primært overlades til kunden selv at vurdere sin samlede risikovillighed uden at kunden præsenteres for kvantitative mål for størrelsen på potentielle tab og potentielle gevinster. I disse tilfælde er det særligt væsentligt med en mundtlig dialog med kunden om tabspotentialet med investeringerne mhp. at sikre, at kunden forstår begrebet investeringsrisiko. Derudover vil det bidrage til, at investeringsrådgiveren og kunden får en ensartet opfattelse af kundens risikovillighed.

Undersøgelsen har endvidere vist eksempler, hvor kundens risikovillighed primært måles via spørgsmål, som har en indbygget skævhed, hvor muligheden for afkast er omdrejningspunktet, mens risikoen for, at kunden skal realisere et tab, står mindre centralt. Fx viser flere virksomheder kunden forskellige afkastkurver, som illustrerer udviklingen i afkast for fx tre forskellige investeringer med forskellige risici. Herefter bliver kunden spurgt om, hvilken afkastkurve kunden vil foretrække. Et eksempel på afkastkurver, som kunden præsenteres for, er vist i boks 1.5, som viser: a) en afkastkurve, der over tid bølger meget op og ned, b) en afkastkurve, der over tid bølger en smule op og ned og c) en afkastkurve der over tid er mere jævn. I samtlige tilfælde, hvor Finanstilsynet er stødt på sådanne kurver, slutter begge kurver – uanset kundens investeringshorisont - altid højere oppe end udgangspunktet, og således at den mest risikofyldte investering ender med at give det største afkast.

Boks 1.5

Afkast på investeringer

Disse kurver viser udviklingen i afkast for 3 forskellige investeringer.



Hvilken af disse investeringer vil du foretrække?

- Den blå investering
- Den gule investering
- Den røde investering

Det følger af ESMA guidelines, at pengeinstitutterne bør sikre, at spørgsmål og grafiske modeller ikke er udformet på en måde, der fører kunden til en bestemt type investering.

⁸ Se fodnote 6.

Det er Finanstilsynets opfattelse, at ESMA's guidelines bl.a. indebærer, at afkastkurver, der - uanset kundens investeringshorisont - slutter højere oppe end udgangspunktet, ikke kan stå alene som mål for risikovillighed, idet sådanne kurver, hvis de står alene, kan føre kunden i retning af en bestemt type investering. Det er således væsentligt, at kurver, diagrammer og søjler mv. udformes på en måde, således at kunden også forstår, at kunden kan risikere at investeringen skal indfries på et tabsgivende tidspunkt. Dette er særligt væsentligt i tilfælde, hvor kunden har givet udtryk for at have en kort tidshorisont.

Fastlæggelse af kundens investeringsprofil

I følge reglerne i investorbeskyttelsesbekendtgørelsen skal kundens risikovillighed sammen med oplysninger om kundens investeringsformål og finansielle situation udgøre grundlaget for en fastsættelse af kundens investerings/risikoprofil.

Endvidere følger det af retningslinjerne fra ESMA, at det er væsentligt at have de nødvendige procedurer til at sikre en investerings egnethed. Heri ligger bl.a., at det bør sikres, at kundens finansielle situation kan bære et eventuelt tab ved den foreslåede investering. Samtidig er det – jf. ESMA's retningslinjer - væsentligt at træffe foranstaltninger, der sikrer en håndtering af eventuelle modsigelser i de afgivne svar.

Finanstilsynets observationer

Hos de fleste af de undersøgte virksomheder er IT-systemet indrettet således, at IT-rådgivningsværktøjet på baggrund af de indtastede oplysninger (fx på baggrund af risikovillighed, investeringsformål og investeringshorisont og evt. tabsevne) automatisk genererer et risikotal eller en risikoprofil (fx lav, mellem og høj), som herefter kan justeres af rådgiveren i dialog med kunden.

Dette står i kontrast til de få steder, hvor det er op til kunden og rådgiveren - på baggrund af de indsamlede oplysninger - at indtaste eller udarbejde en risikoprofil, som derved ikke genereres automatisk. Det følger af kravene i investorbeskyttelsesbekendtgørelsen, at værdipapirhandleren på baggrund af de indsamlede oplysninger altid skal fastlægge investors investeringsprofil. Investor bør således altid have udleveret en "konklusion" på egnethedstesten i form af en "investeringsprofil", som angiver kundens risikoprofil.

Hos omtrent halvdelen af de virksomheder, som anvender et IT-system, der automatisk kan generere en investeringsprofil, er det alene IT-systemets oplysninger om kundens risikovillighed, kundens investeringsformål og investeringshorisont, der udgør de primære oplysninger, som IT-systemet anvender til at fastlægge kundens investerings/risikoprofil - med mindre rådgiveren vurderer, at fakta om kundens finansielle situation skal give anledning til, at den systemmæssigt foreslåede risikoprofil skal justeres.

Hos den anden halvdel af virksomhederne, er IT-systemerne indrettet til også at afdække kundens tabsevne/risikoevne mhp. at sikre, at risikoprofilen for den anbefalede investering ikke overstiger kundens økonomiske formåen. Disse virksomheders IT-systemer kobler information om kundens finansielle situation med eventuelt yderligere indsamlet information om kundens tabsevne/risikoevne, og lader disse oplysninger indgå i fastlæggelsen af kundens risikoprofil. Samtidig er der eksempler på systemer med indbyggede avancerede afhængigheder, som gør, at systemet kan tage højde for modstridende svar og afveje disse i

relation til hinanden. Et system er fx indrettet således, at hvis kunden er meget afhængig af sin kapital (dvs. hvis kunden har lille tabsevne) tillægges dette en større betydning for kundens risikoprofil, hvis kundens andre svar har resulteret i en høj risikovillighed.

Et andet system er indrettet til at tage indtægtsforhold i betragtning, hvis der er inkonsistens mellem kundens vurderede tabsevne og kundens villighed til at tage en risiko. Samme virksomhed har indrettet IT-systemet således, at investeringsforslaget baseres på laveste fællesnævner af tabsevne og risikovillighed. Hvis risikovilligheden er høj og tabsevnen er middel, baseres investeringsforslaget på middel. Systemet kan dermed tage højde for modstridende svar.

Boks 1.6

Eksempler på spørgsmål, som måler kundens risikoevne/tabsevne:

Hvor afhængig er du af de penge, du ønsker at investere nu:

- Lidt eller ikke afhængig
- Relativt afhængig
- Meget afhængig

Er det sandsynligt, at du får brug for pengene før planlagt ?

- Ja
- Nej
- Måske

Hvis afkastet på mine investeringer bliver væsentligt mindre end forventet, har jeg mulighed for at øge min årlige arbejdsindkomst

- Ja endda meget betydeligt
- Ja, ganske væsentligt
- Ja, i nogen grad
- Jo, en smule
- Nej, stort set udelukket:

Note: Eksemplerne er taget fra forskellige spørgeskemaer.

Undersøgelsen har vist, at der i omtrent halvdelen af systemerne ikke er indbygget en systemmæssig IT-teknisk understøttelse af rådgiverens overvejelser omkring, hvorvidt kundens risikovillighed matcher kundens finansielle situation eller eventuelt overstiger den privatøkonomiske formåen. Halvdelen af systemerne er med andre ord ikke indrettede til automatisk at lade kundens tabsevne/risikoevne indgå som et parameter i den systemmæssige fastlæggelse af risikoprofilen. Systemerne hos den anden halvdel har det fællestræk, at risikoprofilen fastlægges på baggrund af en sammenvæjning af kundens risikovillighed og mål for kundens tabsevne/risikoevne. Samtidig er der eksempler på, at systemer kan tage højde for modstridende svar.

Det er Finanstilsynets opfattelse at det – jf. ESMA's guidelines - bør sikres, at kundens finansielle situation kan bære et eventuelt tab ved den foreslåede investering. Kundens finansielle evne til at klare et tab bør derfor indgå i fastlæggelsen af risikoprofilen og kundens risikoprofil bør basere sig på en sammenvejning af hhv. risikovillighed og tabsevne/risikoevne. Og jo mere risikofyldt investering der er tale om, jo mere detaljeret bør kundens risikoevne kortlægges. Hvis IT-systemet ikke er indrettet til at lade tabsevne/risikoevne indgå i fastlæggelsen af risikoprofilen kræver dette, at virksomhederne har forretningsgange, som kan understøtte rådgivningen og sikre, at den mundtlige rådgivning tager højde for dette aspekt.

Samtidig er det Finanstilsynets opfattelse at det følger af ESMA's guidelines, at det ved brug af risikoprofileringsværktøj bør sikres, at der enten systemmæssigt eller i den mundtlige rådgivning tages højde for modstridende svar, herunder tilfælde af modsætningsforhold mellem fx risikovillighed og tabsevne. Dette kan medvirke til at hindre, at en risikovillig kunde får anbefalet en investering, for hvilke kunden ikke evner at bære et eventuelt tab.

Tilknyttede porteføljeforslag

Undersøgelsen har som nævnt primært rettet fokus på udførelsen af egnethedstest og udarbejdelsen af investeringsprofiler på basis heraf. Undersøgelsen kan imidlertid også anvendes til at sige noget om, hvordan IT-systemerne kan danne basis for, at de investeringsprofiler, som udarbejdes, bliver udmøntet i investeringsforslag til kunden.

I de fleste tilfælde er IT-systemet indrettet således, at IT-rådgivningsværktøjet kan anvendes til automatisk at generere et porteføljeforslag, som matcher til den fundne risikoprofil.

De porteføljeforslag, som rådgivningsværktøjet genererer, kan for langt størstedelen af pengeinstitutter sammenfattes i en matrice med følgende indhold.

Boks 1.7

	Kort investeringshorisont (fx 0-3 år)	Mellemlang investeringshorisont (fx 0-3 år)	Lang investeringshorisont (fx mere end 7 år)
Lav risikoprofil	X% Værdipapir A X% Værdipapir B	X% Værdipapir C X% Værdipapir D	X% Værdipapir E X% Værdipapir F
Mellem risikoprofil	X% Værdipapir G X% Værdipapir H	X% Værdipapir I X% Værdipapir J	X% Værdipapir K X% Værdipapir L
Høj risikoprofil	X% Værdipapir M X% Værdipapir N	X% Værdipapir O X% Værdipapir P	X% Værdipapir Q X% Værdipapir R

Matricerne følger samme skabelon for alle pengeinstitutter, om end der er forskelle på, hvor mange risikokategorier og hvor mange investeringshorisonter, pengeinstitutterne opererer med. Samtidig er der forskelle på, om der opereres med en standard-matrice eller om matricens indhold automatisk tilpasses alt efter fx depotets størrelse. Fx beskriver en enkelt virksomhed, hvordan der i systemet er indbygget forskellige modelforslag for forskellige beløbsintervaller, hvor der fx ikke sker spredning på mange fondskoder ved mindre depoter.

Matricer med indhold som det ovenfor beskrevne indebærer, at alle detailkunder bliver kategoriseret i én af fx ni (eller fx tolv eller femten) foruddefinerede "kasser".

Det er typisk, at bankrådgiveren efterfølgende tager en dialog med kunden om eventuelle tilpasninger i forhold til eksempelvis kundens eksisterende beholdning af værdipapirer eller kundens egne ønsker. Nogle systemer er indrettet således, at der er flere frihedsgrader i systemet for rådgivere, der er særligt uddannede fx rådgivere, som er certificeret i "røde" produkter jf. risikomærkningsbekendtgørelsen.⁹

Undersøgelsen har vist, at de værdipapirer, som indgår i matricens porteføljeforslag til detailkunder, i hovedreglen er investeringsforeningsbeviser.

Samtidig har undersøgelsen vist, at der er betydelige forskelle på, hvordan "risiko" defineres. Det giver sig fx udslag i forskelle på, hvor stor en hhv. aktie- og obligationsandel, der defineres som "mellem" risiko. En detailkunde, som bliver kategoriseret som "mellem" risiko i et pengeinstitut kan dermed få anbefalet værdipapirer, som er langt mere risikable end de papirer, som selvsamme kunde ville få anbefalet i et andet pengeinstitut, hvor detailkunden også blev klassificeret som "mellem" risiko.

Finanstilsynet vil på denne baggrund gå i dialog med branchen omkring mulighederne for at opstille fælles retningslinjer for, hvordan hhv. høj, mellem og lav risiko skal defineres.

⁹ Bekendtgørelse nr. 345 af 15. april 2011 om risikomærkning af investeringsprodukter.