

# ANKENÆVNET FOR INVESTERINGSFORENINGER

AMALIEGADE 8 B, 2., POSTBOKS 9029, 1022 KØBENHAVN K  
TLF. 3543 2506 – FAX 3543 7104

Sag nr. 3/2009 MB/IP

## A F G Ø R E L S E

af

12. oktober 2010

KLAGER:

INDKLAGEDE: Hedgeforeningen Jyske Invest  
v/Advokat Mikael Rosenmejer

KLAGEEMNE: Markedsføringsmateriale - Prospekt  
LEDETEKST: Spørgsmål om erstatningsansvar for en hedgeforening  
som følge af de i en brochure angivne oplysninger ved-  
rørende investeringsrisiko

ANKENÆVNETS  
SAMMENSÆTNING: John Mosegaard  
Carsten Holdum  
Peter Huusom  
Christina Larsen

MØDEDATO: 5. oktober 2010

**Indledning.**

Denne sag vedrører, om Hedgeforeningen Jyske Invest er erstatningsansvarlig for klagerens tab ved investering i Jyske Invest Hedge Markedsneutral – Obligationer.

**Sagens omstændigheder.**

Klageren har anført, at han på baggrund af en tilsendt brochure den 28. februar 2008 gennem et pengeinstitut, som ikke ydede ham rådgivning, købte 473 stk. Jyske Invest Hedge Markedsneutral – Obligationer til kurs 105,35 for i alt 49.830 kr.

Af brochuren vedrørende Jyske Invest Hedge Markedsneutral – Obligationer inklusiv vilkår, tegningsprospekt og vedtægter, som består af 35 sider, fremgår:

”...

[side 3]

*Oplysningerne i brochuren er ikke udtømmende og kan ikke fortolkes som konkret investeringsrådgivning. Det anbefales endvidere, at mulige investorer søger rådgivning fra professionelle rådgivere om skattespørgsmål. I tilfælde af uoverensstemmelse mellem oplysningerne i denne brochure og prospektet, er det betingelserne i prospektet, der gælder.*

...

[side 16]

Jyske Invest Hedge Markedsneutral – Obligationer kan købes via alle pengeinstitutter i Danmark. Udfyld bestillingsblanketten og aflever den i dit pengeinstitut.

...

Første ordinære handelsdag er den 29. oktober 2007. Efter denne dato kan du købe beviserne til dagskursen plus almindelige handelsomkostninger. Du kan handle beviserne på hverdage gennem alle danske pengeinstitutter.

...

Du kan få personlig rådgivning om afdelingen ved at henvende dig til din rådgiver i dit pengeinstitut.

[side 17]

Oplysninger i dette prospekt kan ikke betragtes som rådgivning om investerings- eller skattemæssige forhold, og investorer opfordres til

Sag nr. 3/2009

at søge individuel rådgivning hos egne rådgiver.

...

Hedgeforeningen Jyske Invest er ansvarlig for prospektets indhold.

...

[side 28]

Vedtægter for Hedgeforeningen Jyske Invest

...

§ 6. Foreningen er opdelt i følgende afdelinger:

Stk. 1 Jyske Invest Hedge Markedsneutral – Aktier

...

[side 29]

Stk. 2 Jyske Invest Markedsneutral – Obligationer

...”

Af en redegørelse til investorer i Hedgeforeningen Jyske Invest af 22. oktober 2008 fremgår:

”...

#### **Redegørelse til investor i Hedgeforeningen Jyske Invest Hedge Markedsneutral – Obligationer**

I oktober 2007 lancerede Hedgeforeningen Jyske Invest afdelingen Hedgeforeningen Jyske Invest Hedge Markedsneutral – Obligationer. På det tidspunkt var det vores klare vurdering, at afdelingens investeringsstrategi ville kunne skabe attraktive afkast til vores investorer. Efter en planmæssig start er kursen på afdelingens beviser, som følge af den verdensomspændende finanskriser, der også har ramt danske realkreditobligationer, faldet til et niveau omkring kurs 20 (22. oktober 2008 kl. 12.00). Der kan først handles i afdelingen den 5. november 2008. Derfor skal investorerne være opmærksomme på, at kursen kan se anderledes ud til den tid (læs mere side 3, afsnit 3). Vi har oplevet en finanskriser med et omfang, som ikke er set i nyere tid. Krisen har også ramt adskillige andre hedgefonde og finansinstitutioner i hele verden.

Fra hedgeforeningens bestyrelse beklager vi udviklingen og i særdeleshed det meget store tab, som afdelingens medlemmer har lidt.

..."

Af en afgørelse truffet af Finanstilsynet den 8. juli 2009 fremgår:

"...

### **Sagsfremstilling**

I kølvandet på den finansielle krise i efteråret 2008 indtrådte der et dramatisk fald i kursen på investeringsbeviser fra Jyske Invest Hedge Markedsneutral – Obligationer (i det følgende Hedgeforeningen Jyske Invest). Samtidig rejstes der i pressen kritik af den måde, hvorpå investeringsbeviserne var blevet markedsført og solgt.

På den baggrund anmodede Finanstilsynet den 19. november 2008 Hedgeforeningen Jyske Invest om en redegørelse for markedsføringen af Hedgeforeningen Jyske Invest Hedge Markedsneutral - Obligationer.

Hedgeforeningen Jyske Invest fremsendte herefter en redegørelse af 1. december 2008. ...

### **Retlig baggrund**

Det følger af § 18 i lovbekendtgørelse nr. 55 af 31. januar 2006, der er videreført i den gældende lovbekendtgørelse nr. 929 af 18. september 2008 af lov om investeringsforeninger, specialforeninger samt andre kollektive investeringsforeninger, at

"Foreninger skal drives i overensstemmelse med redelig forretningsskik og god praksis inden for foreningsområdet."

Kravet om, at en investeringsforening skal følge en god praksis inden for foreningsområdet, indebærer bl.a. at foreningen skal give en afbalanceret og korrekt beskrivelse af foreningens produkter.

Prospekter skal desuden opfylde kravene i prospektbekendtgørelsen. Denne sag vedrører alene overholdelse af reglerne om god skik.

### **Vurdering**

Finanstilsynet finder ud fra en samlet vurdering, at Hedgeforeningen Jyske Invest handlede i strid med redelig forretningsskik og god praksis, jf. § 18 i lov om investeringsforeninger, specialforeninger m.v., da foreningen udarbejdede brochuren om Jyske Invest Hedge Markedsneutral – Obligationer, fordi brochuren ikke udgør en afbalanceret beskrivelse af produktets egenskaber og de risici, der er forbundet med investeringen.

Sag nr. 3/2009

Det er Finanstilsynets vurdering, at en brochure, som indeholder såvel markedsføringsmateriale, vilkårsbeskrivelse og tegningsprospekt skal give et afbalanceret billede af investeringen. Man kan således ikke, som Hedgeforeningen Jyske Invest har gjort, give en overfladisk og positiv beskrivelse af produktet i det letlæste markedsføringsmateriale, som er først i brochuren, mens de negative aspekter ved produktet kun beskrives udførligt og dækkende i det svært tilgængelige tegningsprospekt bagest i brochuren.

Markedsførings- eller informationsmateriale enkelte elementer skal med andre ord indeholde en afbalanceret beskrivelse af produktets egenskaber og risici. Hedgeforeningers kompleksitet taget i betragtning, finder Finanstilsynet ikke, at materialet fra Hedgeforeningen Jyske Invest lever op til dette krav.

Efter Finanstilsynets opfattelse har markedsføringsmaterialet i brochurens side 3-8 således et ensidig fokus på produktets egenskaber, mens man skal se i brochurens øvrige dele for at få den fulde forståelse af de risici, der er forbundet med en investering i andele i hedgeforeningen. Som eksempel herpå kan nævnes, at markedsføringsmaterialets afsnit "Der er også en risiko" alene omtaler gearing som en mulighed for at øge afkastet fulgt af en generel henvisning til tegningsprospektets gennemgang af risikofaktorer, men ikke omtaler de risici, der er forbundet med anvendelse af gearing.

Ligeledes giver markedsføringsmaterialet med udsagnet på side 3 "vores frihed er din sikkerhed" kun en meget overfladisk beskrivelse af, hvad en hedgeforening er, som efterlader en investor med den opfattelse, at de frie rammer for investeringer, gør det muligt at fjerne risici, mens det først i tegningsprospektet beskrives udførligt, hvordan foreningen udnytter de friere rammer og dermed også, at den påtager sig større risici end fx en investeringsforening.

Det ensidige fokus findes endvidere allerede i hedgeforeningens titel, der anvendes begreberne "markedsneutral" og "obligationer".

Begrebet "markedsneutral" er efter det oplyste et velkendt begreb i investerings- og porteføljeteorien, men er ikke i sin korrekte forståelse velkendt blandt almindelige investorer. De fleste investorer er således næppe bekendt med begrebet, og ud fra en ren sproglig forståelse kan det af en almindelig investor opfattes som om, foreningens investeringsstrategi sikrer, at investeringen er neutral over for de risici, der normalt er forbundet med investering.

Brugen af begrebet "obligationer" er ligeledes egnet til at give

Sag nr. 3/2009

en almindelig investor opfattelsen af, at der er tale om en investering, der som andre investeringer i obligationer, typisk kun er forbundet med en meget beskeden risiko, og hvor man som alt overvejende hovedregel kan regne med, at hovedstolen er sikret.

Finanstilsynet bemærker i den forbindelse, at det af Hedgeforeningen Jyske Invest anvendte markedsføringsmateriale skal kunne forstås og læses af en gennemsnitforbruger, og ikke som af Hedgeforeningen Jyske Invest anført, af en gennemsnitsoplyst investor med et vist niveau af kendskab til investeringsteori. Kravene til, hvad der skal forstås ved en gennemsnitsforbruger er ganske beskeden og betyder, at et produkt skal kunne forstås af den "almindelige dansker på gaden". Der kan derfor ikke i begrebet indlægges en særlig forudsætning om, at modtageren af markedsføringsmaterialet har et højere vidensniveau.

Det er Finanstilsynets vurdering, at eksempelvis tegningsprospektet er udformet på en måde, som forudsætter en større viden om og indsigt i investeringsforhold, end man kan forvente, at en gennemsnitsforbruger besidder. Tilsvarende gælder, når Hedgeforeningen Jyske Invest anvender begreber fra den finansielle investeringsteori, der kan give anledning til misforståelser. Derfor bør brochuren første del indeholde en mere fyldestgørende beskrivelse af produktet og dets risici.

Finanstilsynet finder, at dette særlig gør sig gældende, fordi markedsføringsmaterialet ikke giver indtryk af, at der er tale om et produkt, der henvender sig til sofistikerede investorer, men derimod at der er tale om et produkt, der er velegnet til private investorer. Det fremgår da også direkte af markedsføringsmaterialet, at investering i hedgeforeninger også er velegnet for almindelige investorer.

Som nævnt ovenfor er det Finanstilsynets samlede vurdering, at brochuren efterlader en almindelig forbruger uden særlig investeringsteoretisk viden og indsigt med det indtryk, at der er tale om en investering, som giver mulighed for et højt afkast, mens den risiko, der er ved produktet, er nedtonet og primært beskrevet med risikoen for at gå konkurs. En risiko, som mange almindelige investorer på daværende tidspunkt formentlig har opfattet som næsten teoretisk. Den betydelige risiko, der er knyttet til en gearet spekulation i, at visse rentespænd over tid normaliseres, er nedtonet, selv om de historiske erfaringer fra bl.a. LTCM-sagen viser, at disse risici er markante og sandsynlige.

Hedgeforeningen Jyske Invest har med støtte i professor Jesper

Sag nr. 3/2009

Lau Hansens responsum gjort gældende, at foreningens markedsføringsmateriale ikke adskiller sig fra markedsstandarden, idet andre hedgeforeninger også har anvendt markedsføringsmateriale af samme karakter. Finanstilsynet skal hertil bemærke, at det er uden betydning for vurderingen af denne sag.

Finanstilsynet er således ikke forpligtet til at vurdere alt markedsføringsmateriale, som finansielle virksomheder udsender, og er heller ikke bundet af, at man ikke tidligere har taget stilling til andre hedgeforeningers markedsføringsmateriale.

Til professor Jesper Lau Hansens responsum bemærker Finanstilsynet i øvrigt, at det i responsummet konkluderes, at markedsføringsmateriale for hedgeforeninger generelt er domineret af positive udsagn om investeringens udsigt til gevinst, mens negative faktorer som risiko og tab indtager en mere sekundær position i formidlingen. Positive faktorer omtales således i særlig grad og ofte alene, hvorimod negative faktorer omtales i mindre grad, normalt efter de positive faktorer og sjældent alene. Balancen mellem positive og negative faktorer er i alt i materialet sådan, at de positive vægtes højere.

Hedgeforeningen Jyske Invest har endvidere gjort gældende, at det af markedsføringsmaterialet klart fremgår, at produktet er tænkt som et supplement til en eksisterende portefølje af aktier og obligationer. Finanstilsynet bemærker hertil, at det forhold, at produktet benyttes som et supplement ikke fjerner de risici, der er ved produktet, ligesom det heller ikke i markedsføringsmaterialet eller i brochuren i øvrigt er beskrevet, hvorfor det kun er tænkt som et supplement, og at det i givet fald ville være uhensigtsmæssigt at anbringe hele eller en stor del af sin formue i produktet.

Finanstilsynet finder endelig ikke, at den blotte risiko for, at sagens dokumenter inddrages i en evt. erstatningssag, kan tillægges betydning, idet der under alle omstændigheder skal foretages en selvstændig prøvelse af de rejste erstatningskrav. Her vil Finanstilsynets vurdering af, om markedsføringsmaterialet er i overensstemmelse med god skik, kun være et blandt flere elementer i en sådan prøvelse.

Finanstilsynet finder derfor ud fra en samlet vurdering, at markedsføringsmaterialet ikke er afbalanceret i sin beskrivelse [af] produktet, dets egenskaber og de risici, der er forbundet med en investering i hedgeforeningens andele. Det lever dermed ikke op til kravet om god skik som følger af § 18 i lov om investeringsforeninger, specialforeninger m.v.

Finanstilsynet påtaler, at Hedgeforeningen Jyske Invest handle-

Sag nr. 3/2009

de i strid med redelig forretningsskik og god praksis, jf. § 18 i lov om investeringsforeninger, specialforeninger m.v., da foreningen udarbejdede brochuren om Jyske Invest Hedge Markedsneutral - Obligationer, fordi brochuren ikke udgør en afbalanceret beskrivelse af produktets egenskaber og de risici, der er forbundet med investeringen.

..."

Hedgeforeningen Jyske Invest har indbragt Finanstilsynets afgørelse for Erhvervsankenævnet.

Ved brev af 8. november 2009 anmodede klageren med henvisning til Finanstilsynets afgørelse Hedgeforeningen Jyske Invest om tilbagekøb af hans Jyske Invest Hedge Markedsneutral – Obligationer til anskaffelseskursen, hvilket blev afvist ved brev 11. november 2009.

#### **Parternes påstande.**

Klageren har den 18. november 2009 indbragt sagen for Ankenævnet med påstand om, at Hedgeforeningen Jyske Invest tilpligtes at tilbagekøbe hans andele i Jyske Invest Hedge Markedsneutral – Obligationer til anskaffelseskursen.

Hedgeforeningen Jyske Invest har principalt nedlagt påstand om afvisning, subsidiært frifindelse.

#### **Parternes argumenter.**

**Klageren** har bl.a. anført, at han foretog investeringen i Jyske Invest Hedge Markedsneutral – Obligationer på baggrund af den modtagne brochure samt salgsmateriale på Jyske Invests hjemmeside. Han modtog ikke rådgivning fra pengeinstituttet, som gennemførte handlen.

Brochuren overbeviste ham om, at investeringen ville være neutral overfor de risici, som normalt er forbundet med investering.

Følgende iøjefaldende deloverskrifter fra brochuren kan bemærkes:

- Vejen til et mere stabilt afkast
- Et godt supplement, der spreder risikoen
- Vores frihed er din sikkerhed
- De bedste kræfter på sagen
- Et hegn om risikoen

- Afkast + lav risiko = succes
- En forening for alle

Finanstilsynets afgørelse fastslår, at Hedgeforeningen Jyske Invest handlede i strid med redelig forretningskik og god praksis ved udarbejdelsen af brochuren, idet beskrivelsen af produktets risici ikke er beskrevet afbalanceret.

Han handlede i tillid til, at salgsmaterialets umiddelbare budskab var retvisende, hvorfor det for ham som "almindelig investor" ikke var nødvendigt at detaillæse hele prospektet.

Da brochuren er misvisende, er Hedgeforeningen Jyske Invest erstatningsansvarlig for hans tab.

**Hedgeforeningen Jyske Invest** har til støtte for afvisningspåstanden anført, at sagen er uegnet til behandling i nævnet, da markedsføringsmaterialet vedrørende Jyske Invest Hedge Markedsneutral – Obligationer er eller vil blive underkastet vurderinger ved flere instanser (Erhvervsankenævnet, Forbrugerombudsmanden og domstolene). Det vil derfor være særdeles uhensigtsmæssigt for det videre forløb ved disse instanser, såfremt sagen tillige behandles af Ankenævnet. Dette gælder uanset, om klageren får medhold eller ej.

Der vil kunne opstå uhensigtsmæssig tvivl om, hvorvidt Erhvervsankenævnets eller Ankenævnet for Investeringsforeningers afgørelse vedrørende markedsføringsmaterialet skal have forrang, hvis afgørelserne måtte være forskellige.

Der vil desuden ske en mere intensiv prøvelse af materialet ved domstolene, som heller ikke er begrænset til en behandling af klagen på skriftligt grundlag.

En bevisbedømmelse ved domstolene vil kunne vedrøre klagerens forståelse af produktet og de hermed forbundne risici samt afklare hændelsesforløbet i forbindelse med købet.

Klageren vil kunne tilmelde sig et eventuelt gruppesøgsmål.

En for klageren gunstig afgørelse ved Ankenævnet vil kunne medføre indgivelse af et stort antal lignende klager, som tilsvarende bør behandles ved domstolene.

Klageren må i henhold til bekendtgørelsen om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel have modtaget rådgivning fra pengeinstituttet, som gennemførte handlen. Klagen bør i stedet behandles i Pengeinstitutankenævnet, hvorfor sagen bør afvises.

Sag nr. 3/2009

Såfremt klagen ikke afvises af Ankenævnet, anmodes om mundtlig forhandling, hvor der gives lejlighed til at foretage en udførlig gennemgang af markedsføringsmaterialet.

Foreningen har til støtte for frifindelsespåstanden bl.a. anført, at den ikke er enig i afgørelsen fra Finanstilsynet, som er indbragt for Erhvervsankenævnet.

Finanstilsynets afgørelse er i modstrid med tilsynets egen afgørelse af 26. februar 2009 vedrørende MP Pension samt afgørelsen gengivet i U2002/2067H.

Det samlede markedsføringsmateriale og salgsdelen i sig selv er særdeles velafbalanceret. Materialet oplyser i fuldt tilstrækkeligt omfang om de med investering forbundne risici, herunder – for salgsdelens vedkommende – både i form af selvstændige informationer og ved henvisninger til den øvrige del af det fysisk sammenhørende materiale. Salgsdelen af brochuren skal i øvrigt læses som den introducerende del, hvor produktet præsenteres, ligesom der henvises til, hvor i materialet yderligere oplysninger forefindes.

Ved udarbejdelsen af materialet forelå der ikke praksis eller regler om markedsføring af investeringsandele i hedgeforeninger. Markedsføringsmaterialet var markedskonformt, hvilket fremgår af en indhentet erklæring fra en juridisk professor. Der er derfor ikke noget ansvarsgrundlag for foreningen, idet der ved udarbejdelsen af markedsføringsmaterialet ikke er handlet ansvarspådragende.

Finanstilsynet har ikke rejst kritik af prospektet, som er indeholdt i brochuren. For at opfylde sin almindelige undersøgelsespligt må klageren enten have sat sig ind i prospektets oplysninger vedrørende risici ved investeringen eller have opsøgt rådgivning hos det udbydende pengeinstitut.

Jyske Invest Hedge Markedsneutral – Obligationer blev udbudt via pengeinstitutter, og klageren må i henhold til bekendtgørelsen om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel have modtaget rådgivning fra pengeinstituttet, som gennemførte handlen.

### **Ankenævnets bemærkninger og konklusion.**

Ankenævnet finder i henhold til sine vedtægter at kunne behandle klagen, hvorfor Hedgeforeningen Jyske Invests afvisningspåstand ikke tages til følge.

Ankenævnet bemærker, at nævnets kompetence alene omfatter formueretlige tvister, dvs. civilretlige krav.

Det bemærkes, at en overtrædelse af offentligretlige regler efter omstændighederne kan få betydning for fastlæggelsen af det erstatningsretlige ansvarsgrundlag i en sag ved Ankenævnet.

Sag nr. 3/2009

Ankenævnet finder ikke grundlag for mundtlig behandling af sagen.

Det fremgår af Finanstilsynets afgørelse af 8. juli 2009, at Hedgeforeningen Jyske Invest handlede i strid med redelig forretningsskik og god praksis, jf. § 18 i lov om Investeringsforeninger, specialforeninger m.v., da foreningen udarbejdede brochuren om Jyske Invest Hedge Markedsneutral - Obligationer, fordi brochuren ikke udgør en afbalanceret beskrivelse af produktets egenskaber og de risici, der er forbundet med investeringen.

Klageren har gjort gældende, at han foretog investeringen i Jyske Invest Hedge Markedsneutral - Obligationer på baggrund af den modtagne brochure samt salgsmateriale på Jyske Invests hjemmeside, og at handlen blev gennemført af et pengeinstitut uden ydelse af rådgivning.

Det fremgår af brochuren, at oplysningerne deri ikke kan fortolkes som konkret investeringsrådgivning, og at personlig rådgivning kan fås ved henvendelse til et pengeinstitut.

Ankenævnet finder ikke, at klageren med henvisningen til Finanstilsynets afgørelse og det øvrigt anførte har godtgjort, at Hedgeforeningen Jyske Invest er erstatningsansvarlig for hans tab ved investeringen i Jyske Invest Hedge Markedsneutral - Obligationer, hvorfor hans påstand ikke tages til følge.

Det bemærkes, at det fremgår af bekendtgørelsen om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel med tilhørende vejledning, at komplekse produkter såsom fx andele i hedgeforeninger ikke kan handles efter reglerne om "execution only".

Det bemærkes yderligere, at der ved Ankenævnets afgørelse overfor Hedgeforeningen Jyske Invest ikke er taget stilling til, hvorvidt andre aktører kan have pådraget sig et erstatningsansvar for klagerens tab på investeringen i Jyske Invest Hedge Markedsneutral - Obligationer.

Som følge heraf træffes følgende

a f g ø r e l s e :

Klagen tages ikke til følge.