

Kendelse af 16. februar 2011 (J.nr. 2010-0021890)

Finansiell virksomhed havde handlet i strid med redelig forretningsskik og god praksis.

Lov om finansiell virksomhed § 43.

(Anders Hjulmand, Cato Baldvinsson og Steen Mejer)

Ved skrivelse af 19. april 2010 har K A/S (herefter K) klaget over, at Finanstilsynet den 19. marts 2010 har påtalt, at selskabet handlede i strid med redelig forretningsskik og god praksis, jf. § 43 i lov om finansiell virksomhed, ved i de fakta-ark, der var udarbejdet til udlevering til kunder om de strukturerede obligationer [...] og [...], at give investorerne en misvisende og utilstrækkelig beskrivelse af forholdene for indløsning, herunder risikoen for ikke at blive indløst til kurs 100.

Sagens omstændigheder:

I Finanstilsynets skrivelse af 19. marts 2010 hedder det:

”Påtale vedrørende markedsføring af AAA og BBB

Finanstilsynet påtaler, at K A/S (herefter kaldet K) i de fakta-ark, der var udarbejdet til udlevering til kunder om de strukturerede obligationer [...] og [...], angav:

”...indløses til minimum kurs 100 ved udløb)*

Fodnote) Sikret ved investering i AAA-ratede sikkerhedsobligation, som er den højeste opnåelige rating.”*

og derved gav investorerne et misvisende og utilstrækkelig beskrivelse af forholdene for indløsning, herunder risikoen for ikke at blive indløst til kurs 100. Fakta-arkene indeholdt dermed ikke en afbalanceret beskrivelse af produkterne og de risici, der er knyttet til en investering i produkterne.

K har dermed handlet i strid med redelig forretningsskik og god praksis indenfor virksomhedsområdet, jf. § 43, stk. 1 i lov om finansiell virksomhed.

Sagsfremstilling

K udbød to strukturerede obligationer [...] og [...] til tegning for offentligheden mellem den 15. marts og 4. april 2006.

Investorer i de to strukturerede obligationer har ved obligationernes udløb i 2013 krav på udbetaling af hovedstolen og et eventuelt optionsafkast. Investorerne krav er sikret via en pantsat AAA-rated CDO-sikkerhedsobligation, en råvareswap og en afkastkonto.

K udarbejdede i forbindelse med tegningen et fakta-ark for hver af obligationerne. Fakta-arkene er vedlagt ... Desuden blev der udarbejdet et prospekt og et resume for obligationerne. Resumeet er vedlagt ...

Det fremgår af fakta-arkene, at obligationerne udstedes til henholdsvis kurs 105 og 110 og indløses til minimum kurs 100 ved udløb. Der er ved minimumindløsningskursen 100 anført følgende i en fodnote:

”Sikres ved investering i AAA-rated sikkerhedsobligation, som er den højeste opnåelige rating.”

Fakta-arkene indeholder derudover ingen informationer om sikkerhedsobligationen.

I foråret 2009 var der i pressen forlydender om, at investorer, der havde investeret i de to strukturerede obligationer kunne risikere at tabe de investerede penge, fordi de fordringer, som sikkerhedsobligationen er baseret på, som følge af konkurser i de finansielle aktiver, der er stillet til sikkerhed for den pågældende CDO-obligationsudstedelse, ikke kunne honoreres. Det blev i pressen oplyst, at det var A, som stod bag udstedelsen.

Finanstilsynet anmodede den 19. maj 2009 B om en redegørelse samt at indsende markedsføringsmateriale, prospekt samt andet relevant materiale, som var brugt i markedsføringen af garantiobligationerne [...] og [...] ...

Finanstilsynet modtog herefter ved breve af den 10. juni 2009 og 12. juni 2009 en redegørelse og markedsføringsmateriale fra udbyder/arrangør K. Brevene og en oversigt over det tilsendte materiale er vedlagt ...

Det fremgår af selskabets redegørelse, at man har udarbejdet de to fakta-ark. K har i sit høringssvar af den 8. februar supplerende oplyst, at man har anset prospektet som det egentlige markedsføringsmateriale. Produkterne er blevet distribueret via en række pengeinstitutter, som A har distributionsaftaler med. Disse pengeinstitutter kan have udarbejdet eget markedsføringsmateriale, men det er i så fald sket på egen hånd.

Derudover udarbejdede K et brev rettet til fondschefer og senior investeringsrådgivere hos de enkelte distributører. I brevet beskrives sikkerhedsobligationen og baggrunden for valget af denne Kopi af brevet vedlægges ...

Det blev samtidig udarbejdet informationsmateriale til brug for pengeinstitutterne. Dette blev oploadet på ”Fondsnet”, hvorfra pengeinstitutterne kunne downloade informationsmaterialet efter behov. Dette informationsmateriale er vedlagt ...

På baggrund af den fremsendte redegørelse udarbejdede Finanstilsynet et udkast til påtale med henblik på forelæggelse af sagen for Det Finansielle Virksomhedsråd. Udkastet blev sendt i høring hos K.

Finanstilsynet modtog den 8. februar 2010 høringssvar fra K. Høringssvaret er vedlagt ...

Heri anfører K, at det egentlige markedsføringsmateriale rettet mod detailkunder er det godkendte prospekt, som blev offentliggjort i forbindelse med tegningen og noteringen af obligationerne. Prospektet indeholder obligationsvilkårene, herunder detaljerede oplysninger om risici ved obligationerne og den kreditrisiko, der er forbundet med CDO-sikkerhedsobligationen.

Prospektet er blevet kommenteret og godkendt af Fondsbørsen efter bemyndigelse fra Finanstilsynet. Fakta-arkene er ikke udfærdiget som selvstændigt markedsføringsmateriale til private kunder, men derimod for sammen med prospektet (som fakta-arkene flere steder henviser til) at oplyse om obligationernes karakteristika. K anfører endvidere, at det fremgår af fakta-arkene, at der henvises til prospektet for en detaljeret gennemgang af obligationerne. På baggrund af fakta-arkenes eksplicitte sammenhæng med prospektet, bestrider K, at der er belæg for Finanstilsynets påstand om, at strukturen af sikkerhedsobligationen var en væsentlig oplysning, som burde have været nævnt i fakta-arkene.

For det andet anfører K, at de PowerPoint præsentationer, Finanstilsynet medtager i sin vurdering, er dispositioner til præsentationer, som K har holdt i forbindelse med fondsseminarer eller andre møder med distributører. Præsentationerne er blevet præsenteret mundtligt og der har været mulighed for, at deltagerne kunne stille spørgsmål. K anfører endvidere, at man har opfyldt forpligtelsen til at stille forståeligt og fyldestgørende materiale til rådighed for distributørerne ved at udfærdige, offentliggøre og stille det godkendte prospekt til rådighed for distributørerne. På den baggrund finder K, at det ikke er korrekt, at K alene har udarbejdet et meget kompliceret og for andre end eksperter uforståeligt materiale om obligationerne til distributørerne. Hertil kommer, at distributørerne alle er godkendt modparter og dermed må forventes at have forudsætninger for at forstå materialet.

For det tredje påpeger K, at CDO-sikkerhedsobligationer i mange tilfælde har indgået som bestanddel i produkter rettet mod privatkunder, eksempelvis i Sverige, Finland, Belgien, Tyskland, Italien og Schweiz. Man finder det derfor ikke korrekt, når det af Finanstilsynets anføres, at Finansrådet har oplyst, at det på daværende tidspunkt var usædvanligt at benytte sådanne obligationer som sikkerhedsobligation i et struktureret produkt i Danmark.

Retlig baggrund

Da K udbød de strukturerede obligationer var området reguleret af § 43, stk. 1 i lov om finansiel virksomhed og god skik bekendtgørelsens generelle bestemmelse om god skik. Reglerne fandt anvendelse på K.

Det følger af § 43, stk. 1 i lov om finansiel virksomhed, at

"Finansielle virksomheder skal drives i overensstemmelse med redelig forretningskik og god praksis inden for virksomhedsområdet"

Kravet om, at en finansiel virksomhed skal følge god praksis inden for forretningsområdet, indebærer bl.a. at finansielle virksomheder skal tilrettelægge salg og markedsføring af deres produkter således, at kunden gives mulighed for at træffe sit valg på et velinformeret grundlag.

Prospekter skal desuden opfylde kravene i prospektbekendtgørelsen.

Denne sag vedrører alene overholdelse af reglerne om god skik.

Hvad er en CDO obligation

CDO står for *"collateralized debt obligations"*, oversat til dansk betyder CDO *"gælds forpligtelser stillet til sikkerhed"*.

For at forstå hvad en CDO obligation er, er det nødvendigt først at se på selve strukturen bag udstedelsen af den.

En pulje af lån sælges til et til formålet oprettet selskab, Special Purpose Vehicle (SPV). Selskabet betaler långiverne ved at udstede obligationer mod sikkerhed i de fremtidige betalingsstrømme fra de underliggende lån.

Som regel deles betalingsstrømmen fra de underliggende lån op i trancher af forskellig prioritet, og der udstedes separate obligationer på basis af hver enkelt tranche. Udstedelsen af obligationer baseret på en opdeling af kreditrisikoen i en underliggende portefølje af lån i trancher kaldes securitisering.

Betalingsstrømmene fra de underliggende lån fordeles løbende til investorerne efter hvilken tranche de respektive CDO obligationer repræsenterer.

Trancheringen ændrer ikke på den samlede risiko ved de underliggende lån. Der sker derimod en omfordeling. Herved får man en menu af obligationer med forskellige misligholdelsessandsynligheder, der kan tilpasses forskellige investorers præferencer for risiko og afkast.

Investorerne i den øverste tranche vil således først blive ramt af tab i den underliggende portefølje af lån, hvis disse er så store, at de foranstående trancher er udraderet. Investorer i den øverste tranche har således typisk en meget lavere risiko end ved direkte investering i den underliggende portefølje.

Den øverste tranche kaldes seniortranchen, og obligationer udstedt på basis af denne tranche har typisk en AAA-rating. De mellemliggende trancher har ratings, der kan gå helt ned til BB. Den nederste tranche benævnes equity- eller first loss tranchen, og rates ofte slet ikke.

Den underliggende portefølje til en CDO obligation er typisk en pulje af diverse lån der pakkes sammen. Derfor kan man ikke regne med, at de underliggende lån til en AAA-rated CDO obligation består af

lån/betalingsstrømme der i sig selv kvalificeres til en AAA-rating. Den høje rating af senior tranchen beror alene på, at foranstående trancher tager tabene til de underliggende lån først.

I relation til den underliggende reference-portefølje til den specifikke CDO sikkerheds-obligationen der blev stillet som sikkerhed for hovedstolsdækningen for [...] og [...], så var der tale om både finansielle - og industrielle virksomheder fra hele verden, samt et par enkelte statsobligationer fra Mexico og Ungarn.

Det er vigtigt at holde sig for øje, at en rating udelukkende udtrykker sandsynligheden for at et tab opstår som følge af misligholdelse og ikke tab som følge af udsving i markedsprisen på obligationen.

Vurdering

Finanstilsynet konstaterer, at der i fakta-arkene, der retter sig mod investorerne, adskillige steder er anført, at investorerne indløses til minimum kurs 100. Men det eneste, der er anført i fakta-arkene om sikkerheden for at opnå minimumsindfrielseskursen ved udløb er, at den sikres ved investering i AAA-ratede sikkerhedsobligationer, som er den højest opnåelige rating. En investor vil således efterlades med det indtryk, at indløsningskursen som minimum vil være kurs 100. Hvorimod risikoen for, at dette ikke er tilfældet ikke omtales, til trods for at dette fremgår af værdipapirnotens afsnit om risikofaktorer.

K har anført, at prospektet er det egentlige markedsføringsmateriale og at der heri er givet en detaljeret beskrivelse af de risici, der er forbundet med investeringen. Samtidig indeholder fakta-arkene en klar henvisning til prospektet. Projektet er kommenteret og godkendt efter værdipapirhandelslovens regler af Københavns Fondsbørs.

Det er Finanstilsynets vurdering, at en udbyder af et finansielt produkt efter § 43 i lov om finansiell virksomhed er forpligtet til at sikre, at alt markedsføringsmateriale, som retter sig mod offentligheden, giver et afbalanceret billede af produktet, herunder dens egenskaber og de risici, der er forbundet med en investering i det pågældende produkt.

Man kan således ikke give en overfladisk beskrivelse med fokus på options-elementet i et fakta-ark, mens de negative aspekter ved produktet kun beskrives udførligt og dækkende i det mere svært tilgængelige prospekt. Man bliver altså ikke fritaget for at give en afbalanceret beskrivelse ved at henvise til, at man kan finde fyldestgørende oplysninger i et godkendt prospekt.

Finanstilsynet gav en påtale til C den 8. juli 2009 vedrørende markedsføringen af D. I påtalen anlagde Finanstilsynet den vurdering, at markedsføringen eller informationsmaterialets enkelte elementer skal indeholde en loyal og afbalanceret beskrivelse af produktets egenskaber og risici.

På baggrund af denne afgørelse samt CDO-sikkerhedsobligationens kompleksitet finder Finanstilsynet ikke, at K's fakta-ark lever op til krav om en loyal og afbalanceret beskrivelse.

Finanstilsynet har fra Finansrådet fået oplyst, at det på daværende tidspunkt var usædvanligt at benytte CDO-sikkerhedsobligationer som hovedstolsdækning for strukturerede obligationer.

Til trods herfor undlod K i fakta-arkene at oplyse, at de AAA-ratede sikkerhedsobligationer var af en anden beskaffenhed end de sædvanligt brugte sikkerhedsobligationer. En information som efter Finanstilsynets opfattelse bør indgå i en dækkende beskrivelse af produktet. Det forhold, at CDO - sikkerhedsobligationer blev anvendt i andre lande, finder Finanstilsynet ikke kan tillægges betydning i denne sag, som vedrører udbud på det danske marked.

Konklusion

På baggrund af CDO-sikkerhedsobligationens egenskaber og kompleksitet, er det Finanstilsynets vurdering, at informationsniveauet i fakta-arkene ikke har været fyldestgørende, samt at fakta-arkene ikke har givet et afbalanceret billede af obligationerne. K var således efter Finanstilsynets opfattelse, forpligtet til at informere investorerne på et højere niveau, end blot det anførte, at sikkerhedsobligationen var AAA-rated.

På den baggrund påtaler Finanstilsynet, at K A/S (herefter kaldet K) i de fakta-ark, der var udarbejdet til udlevering til kunder om de strukturerede obligationer [...] og [...], angav:

"...indløses til minimum kurs 100 ved udløb)*

Fodnote) Sikret ved investering i AAA-ratede sikkerhedsobligation, som er den højeste opnåelige rating."*

og derved gav investorerne et misvisende og utilstrækkelig beskrivelse af forholdene for indløsning, herunder risikoen for ikke at blive indløst til kurs 100. Fakta-arkene indeholdt dermed ikke en afbalanceret beskrivelse af produkterne og de risici, der er knyttet til en investering i produkterne.

K har dermed handlet i strid med redelig forretningsskik og god praksis indenfor virksomhedsområdet, jf. § 43, stk. 1 i lov om finansiell virksomhed.

Offentliggørelse

Finanstilsynet er efter § 354b i lov om finansiell virksomhed forpligtet til at orientere offentligheden om sager om god skik af almen interesse.

Det er Finanstilsynets vurdering, at sagen er af almen interesse, og denne afgørelse vil derfor blive offentliggjort med angivelse af, at afgørelsen vedrører K. Finanstilsynet vurderer, at det vil savne mening at offentliggøre den i anonymiseret form, da offentligheden alligevel via en begæring om aktindsigt vil kunne få oplyst, at afgørelsen er truffet i forhold til K."

I klageskrivelse af 19. april 2010 har K anført:

”...

3. PÅSTANDE

For så vidt angår spørgsmålet om Erhvervsankenævnets kompetence til at realitetsprøve nærværende Klage, nedlægger Klager påstand om,

At Påtalen rettelig skulle have været givet som et påbud, og således allerede af denne grund er en afgørelse, som kan påklages til Erhvervsankenævnet.

At At realiteten i Påtalen er, at denne er en afgørelse og ikke som anført af Finanstilsynet en beslutning, hvorfor nærværende klage kan behandles af Erhvervsankenævnet.

For så vidt angår spørgsmålet om opretholdelse af Påtalen nedlægger Klager påstand om,

At Påtalen bortfalder som følge af formelle mangler.

At Påtalen bortfalder, da Finanstilsynet ved afgivelse af Påtalen har tilsidesat grundlæggende regler for sagsbehandling.

At Påtalen bortfalder som følge af indholdsmangler.

4. FAKTUELLE OMSTÆNDIGHEDER

4.1 Sagsforløb

Klager har fungeret som arrangør ved udbuddet af de to strukturerede obligationsserier [...] og [...] (herefter ”**Obligationerne**”). Obligationerne er udstedt af den fondsejede sparevirksomhed E A/S og optaget til handel på fondsbørsen i København.

Klager har som arrangør ved udbuddet af Obligationerne forestået udarbejdelsen af et prospekt dateret 8. marts 2006 (”**Prospektet**”) i overensstemmelse med prospekt reglerne som angivet i værdipapirhandelsloven. Herudover har K udarbejdet fakta-arkene (herefter ”**Fakta-arkene**”). Fakta-arkene har siden udstedelsen været tilgængelige på hjemmesiden ...

I forlængelse af en debat i medierne i foråret 2009 har Finanstilsynet ved brev af den 19. maj 2009 anmodet om en redegørelse og indkaldt ”markedsføringsmateriale”.

Den 10. juni 2009 indsender Klager Prospekt, som består af et resume, en værdipapirnote og et registreringsdokument, Fakta-arkene og oversigt over de danske banker og sparekasser, der distribuerede Obligationerne (herefter ”**Distributørerne**”).

Herefter har Klager ved brev af 12. juni 2009 indsendt yderligere informationsmateriale indeholdende oplysninger om Obligationerne samt deres konstruktion m.v.

Klager modtager den 13. januar 2010 Finanstilsynets Høringsskrivelse, der indeholder det første udkast til påtale.

Klager har ved Høringssvaret af den 8. februar 2010 udførligt kommenteret på Høringsskrivelsen, ligesom Klager angiver gerne at ville forelægge sagen mundtligt for Det Finansielle Virksomhedsråd.

Klager har den 5. marts 2010 indsendt yderligere materiale til brug for Finanstilsynets vurdering af Obligationernes karakter, herunder dokumentation for de angivne oplysninger om sammenligneligheden af AAA-ratings for forskellige finansielle produkter.

Den 8. marts 2010 modtog klager fra Finanstilsynet Påtalen (dateret den 5. marts 2010) samt bekræftelse af, at Klager kunne få foretræde for Det Finansielle Virksomhedsråd, når rådet behandlede sagen den 11. marts 2010.

Forelæggelse for Det Finansielle Virksomhedsråd finder sted den 11. marts 2010.

Påtalen i dens endelige udformning bliver herefter offentliggjort den 22. marts 2010.

Nærværende anke vedrører Påtalen, herunder processen og grundlaget herfor.

5. ANBRINGENDER

5.1 Afgørelsens karakter

Til støtte for de nedlagte påstande, herunder særligt at der er tale om en afgørelse, som af Klager kan indbringes for det Finansielle Virksomhedsråd, skal der anføres følgende:

Finanstilsynet har oplyst følgende om sin praksis i forbindelse med afgivelse af påbud og påtaler i henhold til Lovbekendtgørelse nr. 793 af 20. august 2009 om lov om finansiel virksomhed ("FIL"):

"Finanstilsynet meddeler en virksomhed påbud, hvis virksomheden på et punkt direkte overtræder de finansielle love og bekendtgørelser. Finanstilsynet påbyder virksomheden at bringe forholdet i overensstemmelse med regelsættet inden for en fastsat frist. Hvis Finanstilsynet konstaterer, at en virksomhed har overtrådt regelsættet, men af egen drift har bragt forholdet i orden, giver tilsynet virksomheden en påtale af, at regelsættet har været overtrådt." [Finanstilsynet Kvartalsnyt (2) for 2006]

Ovennævnte betyder, at Finanstilsynet i nærværende sag burde havde givet et påbud om, at Klager indenfor en af Finanstilsynet nærmere fastsat frist skulle bringe Fakta-arkene i overensstemmelse med Finanstilsynets krav i

medfør af FIL og Bekendtgørelsen, da Fakta-arkene fortsat var gældende og offentligt tilgængelige på tidspunktet for Påtalens afgivelse.

Nærværende sag adskiller sig blandt andet på dette punkt afgørende fra den sag vedrørende C, som Finanstilsynet har henvist til i Påtalen.

Et påbud er en afgørelse, som Finanstilsynet træffer og kan indbringes for Erhvervsankenævnet.

Det, at Finanstilsynet i nærværende sag har reageret med en påtale, som angives at være en beslutning, er således efter Klagers opfattelse i strid med FIL samt i direkte modstrid med Finanstilsynets egen praksis for anvendelse af henholdsvis påbud og påtaler.

Principielt er Påtalen en akt fra en myndighed til en borger. Påtalen er indgribende, og til ugunst for adressaten. Påtalen opfylder derfor alle forvaltningsretlige krav til, hvornår der foreligger en afgørelse.

5.2 Sagsbehandling

Det er Klagers opfattelse, at Finanstilsynet har tilsidesat væsentlige sagsbehandlingsregler, som Finanstilsynet skal følge som offentlig myndighed.

Finanstilsynet har ensidigt indhentet udtalelser fra Finansrådet til brug for sin vurdering af sagen. Finanstilsynet har ikke i forbindelse med indhentelsen givet Klager mulighed for at kommentere indhentelsen, herunder fremkomme med yderligere spørgsmål.

Dette ses ikke at være i overensstemmelse med de almindelige krav til god og transparent sagsbehandling hos en offentlig myndighed og er i øvrigt også i strid med forvaltningslovens regler for aktindsigt, jf. forvaltningslovens § 9, stk. 1.

Det er i Klagers øjne en skærpende omstændighed, at de oplysninger, som Finanstilsynet ensidigt har indhentet hos Finansrådet, indgår som en central del i den vurdering, som afgørelsen i forhold til Klager hviler på. Det er derfor for Klager en væsentlig mangel ved sagsbehandlingen, at Finanstilsynet har valgt at agere som beskrevet samt ikke mindst, at Finanstilsynet, trods Klagers gentagne opfordringer hertil, hverken har givet Klager indsigt i de spørgsmål der er stillet, eller de svar Finansrådet på den baggrund har afgivet.

Som det fremgår af sagsforløbet under pkt. 4.1, har Finanstilsynet brugt måneder på forberedelse af Påtalen, hvorimod Klager konsekvent har fået korte varsler til at afgive høringssvar og indsende materiale. Som det fremgår, fik Klager således alene tre dage til at forholde sig til den ændrede påtale, inden Klager skulle fremlægge sagen for Det Finansielle Virksomhedsråd. Klager fastholder, at dette ikke gav Klager rimelig tid til at forholde sig til påtalens endelige indhold og at sagsbehandlingen og den foretagne partshøring overfor Klager har været mangelfuld.

Klager finder det endvidere beklageligt, at Finanstilsynet tilsyneladende selektivt har valgt at fremlægge dele af den dokumentation, Klager har fremsendt for Det Finansielle Virksomhedsråd, idet det giver Klager anledning til at frygte, at afgørelsen er truffet på baggrund af de udvalgte dele af dokumentationen, og således ikke har inddraget hele det materiale, der efter Klagers opfattelse er relevant for bedømmelse af sagen. Det fremgår således af det materiale, Klager har modtaget fra Finanstilsynet, at Finanstilsynet alene havde valgt at fremlægge dele af det fremsendte Prospekt (Prospektets resume). Når det tages i betragtning, at det godkendte prospekt for Obligationerne er det egentlige markedsføringsmateriale, forekommer det betænkeligt, at man ikke fremlægger hele det godkendte prospekt – eller, hvis man vælger kun at fremlægge dele heraf, så ikke har ekstraheret fra prospektets værdipapirnote, hvor såvel kreditrisikoen ved sikkerhedsobligationen som optionselementet er indgående beskrevet.

5.3 Afgørelsens vurderingsgrundlag

Obligationerne blev udbudt tilbage i 2006. På daværende tidspunkt eksisterede Bekendtgørelsen ikke, og Finanstilsynets eksisterende praksis for, hvilke oplysningskrav der gælder til markedsføring af finansielle produkter, gjaldt heller ikke på daværende tidspunkt. Eftersom såvel Prospektet som Fakta-arkene er udarbejdet i overensstemmelse med regler i 2006, giver det ikke mening, at Finanstilsynet påtaler eventuelle mangler i materiale udarbejdet dengang med nugældende regler.

Klager er af den opfattelse, at man ved vurdering af sagen og det fremlagte materiale må forholde sig til, hvilke oplysninger der var tilgængelige på tidspunktet for udarbejdelsen af materialet, herunder den tillid såvel markedsaktører som offentlige myndigheder fæstede til de internationale ratingbureauers vurdering af risici, ikke mindst risici forbundet med investering i AAA-ratede obligationer.

5.4 Afgørelsens materielle indhold

Klager har udførligt redegjort for sine synspunkter med hensyn til påtalens materielle indhold i Høringssvaret samt indlægget for Det Finansielle Virksomhedsråd, hvorfor der vedrørende Klagers argumentation herom i det hele henvises hertil.

...”

I nævnte høringssvar af 8. februar 2010 fra K til Finanstilsynet anføres det:

”Høringssvar vedrørende Påtale omkring markedsføring af [...] og [...]

1. INDLEDNING

Som opfølgning på det materiale Finanstilsynet modtog den 10. og 12. juni 2009, har Finanstilsynet ved brev af den 13. januar 2010 (**”Brevet”**) fremsendt udkast til Påtale (**”Påtalen”**) i forbindelse med K A/S’ (**”K”**) markedsføring af de strukturerede obligationer [...] og [...] (**”Obligationer-**

ne”). Vi gør for god ordens skyld opmærksom på, at den fremsendte Påtale ikke var vedlagt de bilag, den henviser til.

Det fremgår af Brevet, at Finanstilsynet påtænker at fremlægge det endelige udkast til Påtalen for Det Finansielle Virksomhedsråd i medfør af § 345, stk. 9, i Lov om Finansiell Virksomhed (”FIL”).

Endvidere fremgår det, at K opfordres til at fremkomme med bemærkninger til Påtalen senest d. 8. februar 2010. Endelig anføres det, at nye oplysninger om sagens genstand, der medfører ændringer i Påtalen, vil blive indarbejdet i det endelige udkast til Påtale, som Finanstilsynet forventer at skulle forelægge for Det Finansielle Virksomhedsråd.

K skal på baggrund af Brevet samt Påtalen fremkomme med en række supplerende, faktuelle oplysninger samt bemærkninger.

2. GENERELT OM KS ROLLE I FORBINDELSE MED DISTRIBUTION AF STRUKTUREREDE OBLIGATIONER

For at give et mere fyldestgørende billede af K's rolle ved distributionen af strukturerede produkter (herefter ”[...]obligationer”) kan vi oplyse, at K siden 2002 har været arrangør ved udstedelsen af 21 [...]obligationer. Vi vedlægger en oversigt over [...]obligationerne ... Som det fremgår af bilaget, er 13 af [...]obligationerne p.t. indfriet ved udløb til kurser, der varierer mellem 100 og 197,73.

I forbindelse med udstedelsen af de første [...]obligationer med sikkerhed i en CDO-sikkerhedsobligation i 2003, blev strukturen af [...]obligationerne og de underliggende CDO-sikkerhedsobligationer beskrevet i breve samt notater til distributørerne. Endvidere har K løbende været i dialog med distributørerne om produkterne. Konstruktionen af [...]obligationerne og de underliggende CDO-sikkerhedsobligationer er gennemgået på årlige fondsseminarer afholdt for distributørernes rådgivere, ligesom K har tilbudt og gennemført undervisning hos de enkelte distributører, hvis der har været ønske herom. Endelig har distributørerne pr. telefon samt e-mail kunnet stille spørgsmål eller anmode om oplysninger om K's produkter. Medarbejdere fra K's Partner Relations funktion besøger endvidere regelmæssigt selskabets distributører.

Distributionen af Obligationerne er sket gennem de 44 mindre og mellemstore pengeinstitutter, som er anført som salgssteder på s. 23 i det Prospekt, der er udarbejdet for Obligationerne. Salget af og rådgivningen om Obligationerne til private kunder er foretaget af den enkelte distributør. K har således alene haft kontakt til sine distributører, og har således ikke selv markedsført Obligationerne overfor private investorer.

3. SUPPLERENDE OPLYSNINGER OG KOMMENTARER TIL DE ENKELTE AFSNIT AF PÅTALEN

3.1 Sagsfremstilling

K er arrangør ved udstedelsen af Obligationerne, som er udstedt af E A/S med udløb den 24. juni 2013. Obligationerne har været udbudt til offentligheden i perioden fra den 15. marts til den 4. april 2006.

Obligationerne er struktureret således, at der til sikkerhed for tilbagebetaling af obligationsejernes hovedstol er pantsat følgende: (i) En ved udstedelsen AAA-rated CDO-sikkerhedsobligation udstedt af F Public Limited Company og noteret på børsen i Irland, (ii) en råvareswap, og (iii) en afkastkonto.

Obligationerne er optaget til handel på G A/S, på baggrund af et prospekt ("**Prospektet**") af 8. marts 2006. Prospektet indeholder obligationsvilkårene, herunder detaljerede oplysninger om risici ved Obligationerne og den kreditrisiko, der er forbundet med CDO-sikkerhedsobligationen.

Prospektet er blevet kommenteret og godkendt af Københavns Fondsbørs i henhold til Lov om Værdipapirhandel m.v. samt Bekendtgørelse om prospekter for værdipapirer, der optages til notering eller handel på et reguleret marked, og ved første offentlige udbud af værdipapirer over 2.500.000 EUR.

Som det fremgår af børsmeddelelse af 12. august 2009, har obligationsejerne på et obligationsejermøde den 11. august 2009 vedtaget at ændre obligationsvilkårene med henblik på at kunne udskyde eller undlade opsigelse af Obligationerne og realisering af tilbageværende sikkerhedsaktiver. De vedtagne ændringer indebærer, at obligationsejernes repræsentant gives mulighed for efter indtrædelse af væsentlig misligholdelse af obligationsvilkårene at udskyde eller undlade at opsiges Obligationerne til omgående indfrielse og dermed mulighed for at udskyde eller undlade realisation af sikkerhedsaktiverne, som ligger til sikkerhed for tilbagebetalingen af Obligationerne, såfremt det vurderes, at der herved på et senere tidspunkt kan opnås et bedre afkast til ejerne af Obligationerne.

I tillæg til Prospektet har K udarbejdet fakta-ark for såvel [...] og [...]. Prospektet samt fakta-arkene har været tilgængelige på [hjemmeside], samt på Fondsnet. Vi kan oplyse, at Fondsnet er et lukket web-site, hvor fondschefer og investeringsrådgivere hos K's distributører ved hjælp af personligt log-in og password, kan få adgang til oplysninger og materiale om K's produkter.

Finanstilsynet anfører i sagsfremstillingen, at det fremgår af selskabets redegørelse, at man har udarbejdet de to fakta-ark, men derudover ikke egentligt markeds-føringsmateriale rettet mod detailkunder.

Hertil bemærkes, at det egentlige markedsføringsmateriale rettet mod detailkunder er det godkendte Prospekt, som blev offentliggjort i forbindelse med tegningen og noteringen af Obligationerne. Fakta-arkene blev ikke udfærdiget som selvstændigt markedsføringsmateriale til private kunder, men derimod for, sammen med Prospektet (som fakta-arkene flere steder henviser til), at skulle oplyse om Obligationernes karakteristika.

Fakta-arkene indeholder de væsentligste karakteristika for Obligationerne, herunder pris for investering i Obligationerne, markedsbeskrivelse omkring råvarer, bestemmelse af afkastet, potentielle indfrielsesscenarier og forudsætningerne for positive afkast.

Det er udtrykkeligt anført i fakta-arkene, at fyldestgørende information om Obligationerne, herunder om risiko, fremgår af Prospektet, som er tilgængeligt på samme hjemmeside som fakta-arkene samt kan rekvireres fra ens pengeinstitut.

Det fremgår endvidere af fakta-arkene, at der for en detaljeret gennemgang af Obligationerne henvises til Prospektet.

Endelig fremgår det af fakta-arkene, at K anbefaler, at potentielle investorer søger rådgivning om såvel investeringen som øvrige aspekter af relevans for investeringen. I forlængelse af dette understreges det, at informationerne i Fakta-arkene er baseret på historiske afkast og prognoser, som ikke kan anvendes som pålidelige indikatorer for fremtidige afkast eller allokeringer.

Herudover anfører Finanstilsynet under sagsforløbet, at K ud over fakta-arkene udarbejdede et brev rettet til fondschefer og senior investeringsrådgivere hos de enkelte distributører. I brevet beskrives sikkerhedsobligationen indgående, og det anføres at en AAA-rating på en struktureret obligation som fx. en CDO er sammenlignelig med en AAA-rating på andre obligationer.

For fuldstændighedens skyld bør man bemærke, at K i ovennævnte brev også har understreget, at en AAA-rating alene afspejler sandsynligheden for default – konkurs. Endvidere har K bemærket, at brevet er vedlagt et notat, der udførligt beskriver sammenligneligheden af ratings på tværs af obligationstyper.

3.2 Retlig baggrund

Finanstilsynets Påtale gives i medfør af FIL § 43 ...

...

Finanstilsynet har i medfør af den i FIL § 43 indeholdte bemyndigelse udstedt bekendtgørelse nr. 965 af 30. september 2009 om god skik for finansielle virksomheder ("Bekendtgørelsen"). Bekendtgørelsens anvendelsesområde er i henhold til § 1, stk. 2 private kundeforhold, samt erhvervsmæssige kundeforhold, hvis disse ikke adskiller sig væsentligt fra et privat kundeforhold. Endvidere er Bekendtgørelsens § 3, § 4, stk. 1-3, og §§ 7-9 gældende for alle erhvervsmæssige kundeforhold. ...

...

Bestemmelsen i FIL er udtryk for en retlig standard, hvis indhold er konkretiseret i Bekendtgørelsen. Finanstilsynet har i sin Påtale ikke angivet, at K skulle have tilsidesat specifikke bestemmelser i Bekendtgørelsen.

3.3 Finanstilsynets vurdering

Finanstilsynet anfører, at man fra Finansrådet har fået oplyst, at det på tidspunktet for udstedelsen af Obligationerne var usædvanligt at benytte CDO-

sikkerhedsobligationer som hovedstolsdækning for strukturerede obligationer, samt at K til trods for dette i fakta-arkene undlod at oplyse, at de AAA-ratede sikkerhedsobligationer var af en anden beskaffenhed end de sædvanligt brugte sikkerhedsobligationer, som sikkerhedsobligationer udstedt af én virksomhed.

K noterer sig, at Finanstilsynet ensidigt har indhentet en udtalelse fra Finansrådet, uden at give K mulighed for komme med bemærkninger til det eller de af Finanstilsynet stillede spørgsmål. Endvidere finder vi, at det er særdeles beklageligt, at K ikke får lejlighed til at gøre sig bekendt med indholdet af Finansrådets udtalelse, særligt i betragtning af, at indholdet ligger til grund for Finanstilsynets vurdering af sagen og de indgribende sanktioner over for selskabet, sagen potentielt kan medføre.

Vi kan oplyse, at CDO-sikkerhedsobligationer i mange tilfælde er indgået i produkter rettet mod privatkunder, eksempelvis i Sverige, Finland, Belgien, Tyskland, Italien og Schweiz.

Finanstilsynet konkluderer på baggrund af ovennævnte udtalelse fra Finansrådet, at fakta-arkene ikke indeholder fyldestgørende information om sikkerhedsobligationens særlige beskaffenhed, hvorfor Obligationerne fik karakter af at være mindre komplicerede, og dermed mindre risikofyldte, end de egentlig er.

Finanstilsynets ovenstående konklusion synes at fastslå, at der generelt kan sættes lighedstegn mellem kompleksitet og risiko. Dette anfægtes, idet eksempelvis danske realkreditobligationer, der strukturerer en lang række danske boligejeres gæld, har en meget kompleks struktur, men alligevel anses for at være meget sikre og er karakteriseret som et simpelt produkt i henhold til MiFID-reglerne.

Den ”særlige beskaffenhed” som Finanstilsynet anfører, at den anvendte CDO-sikkerhedsobligation har, er et udtryk for, at man i stedet for at vælge at tage risikoen på en enkelt udsteder eller garant, har spredt risikoen over en pulje af 100 stater og selskaber over hele verden. Vi er af den opfattelse, at risikospredning generelt er at foretrække frem for risikokoncentration.

Det er endvidere vores klare opfattelse, at K's antagelse af, at et internationalt anerkendt ratingbureaus vurdering af risikoen for tab på obligationen, giver et retvisende billede af risikoen, er berettiget.

Supplerende kan det oplyses, at nogle af de investorer, som har investeret i strukturerede produkter baseret på en enkelt udsteder, har tabt hele deres investering i løbet af finanskrisen, hvilket synes at modbevise tesen om, at denne konstruktion generelt skulle være mindre risikofyldt.

Det bestrides derfor, at der i lyset af det format fakta-arkene har, samt disses eksplicite sammenhæng med Prospektet er belæg for påstanden om, at strukturen af sikkerhedsobligationen var en væsentlig oplysning, eller i øvrigt indeholdt en kvalificerende risikooplysning, når der udtrykkeligt er an-

ført, at der er tale om en AAA-rated sikkerhedsobligation. Ved udstedelsen var de internationale ratingbureauers rating af en obligation helt alment accepteret som en retvisende indikation af den risiko, der var ved investering i obligationen. Det er uomtvisteligt, at der ikke kunne opnås højere rating end AAA, hvorfor fakta-arkenes oplysninger herom er korrekte.

Som allerede anført er strukturen i CDO-sikkerhedsobligationen samt risici forbundet hermed, yderligere beskrevet i Prospektet.

Vi er ligeledes uenige i Finanstilsynets betragtninger om, at der i fakta-arkene er ensidig fokus på optionselementet, og at risikoelementet er nedtonet. Efter vores opfattelse fokuserer fakta-arkene ikke ensidigt på det maksimale afkast scenarie for optionsdelen, ligesom det fremgår, at betaling af den forventede minimumsindfrielseskurs, afhænger af den til produktet knyttede sikkerhedsobligation.

Med hensyn til Finanstilsynet udsagn om, at Finanstilsynet anser det for misvisende, når det i en PowerPoint præsentation er anført, at en "AAA rating er lige sikker – samme kvalitet – uanset om det er statsobligationer eller strukturerede obligationer", savnes der belæg for dette. Der findes ifølge internationale ratingbureauers egne oplysninger ikke flere forskellige klasser af AAA ratinger, idet ratingen udtrykker en absolut vurdering af risikoen for tab ved en investering, uafhængigt af udstederens retlige status.

Vi gør endvidere opmærksom på, at de PowerPoint præsentationer Finanstilsynet medtager i sin vurdering, er dispositioner til præsentationer, som K har holdt i forbindelse med fondsseminarer eller andre møder med distributører. Det er således ikke manuskripter eller talepapirer, men derimod slides der skal underbygge og indeholde hovedpunkterne i de informationer og oplysninger, som mundtligt er blevet formidlet om produkterne. Præsentationerne er blevet afsluttet med spørgsmål fra deltagerne, ligesom der i løbet af præsentationerne har været mulighed for dialog om de enkelte emner og udsagn.

K har efterfølgende gjort præsentationerne tilgængelige på Fondsnet.

Dette er særdeles relevant at holde sig for øje i forbindelse med Finanstilsynets vurdering af, at materialet på Fondsnet er meget kompliceret og blandt andet indeholder grafer, som ikke kan forstås alene på baggrund af det materiale, de er indeholdt i.

Efter vores opfattelse kan brugen af løsevne dele af disse præsentationer ikke betragtes som dokumentation, eller udgøre et egnet grundlag for Finanstilsynets vurderinger og konklusioner omkring faktiske forhold i sagen.

Med hensyn til Finanstilsynets bemærkning om, at den lavere pris ved anvendelse af AAA-ratede CDO-sikkerhedsobligationer i forhold til sikkerhedsobligationer udstedt af en enkelt udsteder med samme rating, beviser at CDO-sikkerhedsobligationen var mere risikofyldt, bestrides dette.

Prisningen af obligationer afhænger af en lang række faktorer samt aktuelle markedsforhold, og Finanstilsynet opfordres til at dokumentere sin påstand om, at det er alment kendt, at lavere pris er ensbetydende med højere risiko.

Vi kan supplerende oplyse, at den lavere pris for den anvendte sikkerhedsobligation er en af hovedårsagerne til, at [...]obligationer generelt har givet et større afkast til investorerne end tilsvarende produkter på det danske marked.

3.4 Finanstilsynets konklusion

Finanstilsynet vurderer, at K var forpligtet til at informere investorerne på et højere niveau end det, der er udtrykt i fakta-arkene, som følge af brugen af en CDO-sikkerhedsobligation, hvilket bestrides. Som det fremgår af vores bemærkninger til Finanstilsynets vurdering, fremgår det korrekt af fakta-arkene, at hovedstolen er søgt sikret med pant i en AAA-rated obligation. Brugen af ratings og tilliden hertil var helt almen såvel blandt aktører på de finansielle markeder som blandt myndigheder, og der savnes derfor belæg for, at K skulle have haft anledning til i fakta-arkene at sondre mellem forskellige AAA-ratede obligationer. Endvidere har K rent faktisk udførligt oplyst om CDO-sikkerhedsobligationens struktur og risiko i Prospektet, som har været tilgængelig for såvel distributører som investorer.

K er enig i Finanstilsynets betragtning om, at K som udbyder af Obligationerne har et ansvar for at stille materiale til rådighed for distributørerne, som er forståeligt og fyldestgørende. K har opfyldt denne pligt ved at udfærdige, offentliggøre og stille det godkendte Prospekt til rådighed for distributørerne. Vi gør opmærksom på, at Prospektet er blevet kommenteret og godkendt af Københavns Fondsbørs som den relevante myndighed, idet Finanstilsynet på tidspunktet for udstedelsen af Obligationerne havde delegeret godkendelseskompetencen hertil. Vi finder på denne baggrund, at Prospektet indeholder de oplysninger, der må anses for fornødne for, at investorerne og deres investeringsrådgivere kan danne sig et velbegrunderet skøn over udstederens aktiver og passiver, finansielle stilling, resultater og fremtidsudsigter samt over en eventuel garant og over de rettigheder, der er knyttet til de værdipapirer, der udbydes til offentligheden, jf. Lov om Værdipapirhandel m.v. § 44. Dette er i øvrigt ubestridt.

Det er således ikke korrekt, når Finanstilsynet anfører, at K alene har udarbejdet et meget kompliceret og for andre end eksperter uforståeligt materiale om Obligationerne.

Finanstilsynets antagelse om, at de enkelte rådgivere hos K's distributører med stor sandsynlighed ikke forstod de risici, der var knyttet til investeringen er udokumenteret og er ikke tilstrækkeligt grundlag for at statuere, at K ikke har overholdt reglerne om god skik.

Det er endvidere væsentligt for bedømmelsen af sagen, at K ikke har distribueret Obligationerne til private kunder, men alene kontraheret med de af sine distributører, som positivt har tilkendegivet at ville formidle Obligationerne og som alle er godkendte banker eller sparekasser under tilsyn. At di-

stributørerne kan karakteriseres som godkendte modparter efter den senere indført MiFID-regulering, er et sagligt og væsentligt moment ved vurderingen af sagen og den ansvarsnorm, K er underlagt i relation til god skik reglerne.

Det virker som om Finanstilsynet i sin konklusion har forudsat, at distributørerne ikke har læst Prospektet, men alene har baseret sig på de uploadede slides fra afholdte præsentationer, idet Finanstilsynet som ovenfor anført antager, at distributørerne ikke har forstået risikoen ved Obligationerne. Denne del af konklusionen fremstår udokumenteret. Efter vores opfattelse må det have formodningen imod sig, at professionelle rådgivere ville agere på en sådan måde.

Vi gør opmærksom på, at kontraktgrundlaget mellem K og distributørerne ikke forpligter disse til at afsætte Obligationerne, men alene giver mulighed herfor. Selv hvis Finanstilsynet skulle have ret i sin antagelse, kan ansvaret for, at en distributør ikke gør sig bekendt med det materiale, som er tilgængeligt, således ikke pålægges K, men alene den enkelte distributør.

Som anført under pkt. 3.2 ”Retlig baggrund” har Finanstilsynet udstedt Bekendtgørelsen, som indeholder en kvalificering af de krav FIL § 43 stiller til finansielle virksomheder. Finanstilsynet har ikke gjort gældende, at K har overtrådt de bestemmelser i Bekendtgørelsen, der finder anvendelse ved vurdering af sagen, og det bestrides på den baggrund, at K har overtrådt reglerne i FIL.

3.4 Offentliggørelse

K kan ikke tilslutte sig Finanstilsynets vurdering af, at sagen skulle have almen interesse. Sagen drejer sig om forholdet mellem K og K’s distributører, og regulerer således ikke forhold vedrørende de private investorer, som via distributørerne har investeret i Obligationerne. Herved adskiller sagen sig i væsentlig grad fra tidligere offentliggjorte sager om markedsføring og god skik.

Endvidere har ingen erhverver af Obligationerne på nuværende tidspunkt konstateret et tab på investeringen, hvorfor sagen ikke aktualiseres heraf.

Finanstilsynets argumentation om, at det skulle savne mening at anonymisere en eventuel offentliggørelse af Påtalen, idet interesserede har mulighed for at søge aktindsigt, ses ikke at være holdbart, når man tager i betragtning hvilke betydelige skadevirkninger et så indgribende skridt kan få for K.

Vi mener derfor principalt, at sagen ikke skal offentliggøres, subsidiært at dette skal ske i anonymiseret form.

4. SAMMENFATTENDE BEMÆRKNINGER

Det gøres gældende, at forholdene i sagen skal vurderes på baggrund af de oplysninger og antagelser, der var almindelig anerkendt i markedet på tidspunktet for Obligationernes udstedelse. Det var alment accepteret af såvel

myndigheder som virksomheder, at de internationale ratingbureauers modeller og vurderinger af tabsrisiko var et pålideligt udtryk for risiko, hvorfor K med rette har lagt vægt på, at CDO-sikkerhedsobligationen var AAA-rated, og at det forhold, at den er baseret på mere end en udsteder, ikke i sig selv skærper den ansvarsnorm, der finder anvendelse ved bedømmelse af sagen.

K har i forhold til sine distributører stillet et omfattende materiale om Obligationerne til rådighed, faciliteret undervisning og work-shops, regelmæssigt besøgt og ydet rådgivning til distributører, der har efterspurgt dette m.v. Det er således vores opfattelse, at K har gjort meget for at sikre, at de distributører der valgte at distribuere Obligationerne, havde adgang om tilstrækkelige oplysninger om disse.

På baggrund af ovenstående faktuelle oplysninger og bemærkninger er det vores klare opfattelse, at K ikke har handlet uredeligt eller i strid med god praksis inden for virksomhedsområdet og dermed ikke har overtrådt FIL § 43. K bør derfor ikke tildes de af Finanstilsynet fremsendte Påtaler.

Afslutningsvis finder vi sagsforløbet uheldigt, idet Finanstilsynet har anvendt 6 måneder på at vurdere det af K fremsendte materiale, samt at indhente sagkyndige erklæringer til brug for sagen, uden at K gøres bekendt med erklæringens indhold i forbindelse med høringen, hvorimod K alene får 3 uger til at fremkomme med et høringssvar i sagen, hvor Finanstilsynet har indikeret at ville pålægge selskabet særdeles byrdefulde og indgribende sanktioner.

Vi tillader os at gå ud fra, at vi vil modtage det fuldstændige materiale, som Finanstilsynet agter at foreligge for Det Finansielle Virksomhedsråd, ligesom vi forbeholder os at fremkomme med et mundtligt indlæg for rådet i forbindelse med behandlingen af sagen.”

I anledning af klagen har Finanstilsynet i en redegørelse af 28. maj 2010 udtalt:

”...

Finanstilsynets påtale er en beslutning. Der er således ikke tale om en forvaltningsretlig afgørelse. Med henvisning til denne formalitetsmangel skal tilsynet påberåbe, at påtalen ikke kan indbringes for Erhvervsankenævnet, jf. § 1, stk. 1, i lov om Industriministeriets Erhvervsankenævn.

Finanstilsynet fastholder, at tilsynsreaktionen vedrørende K A/S (K) skulle gives som en påtale.

Finanstilsynet skal endvidere afvise, at der foreligger sagsbehandlingsfejl eller formelle mangler ved afgivelsen af påtalen, ligesom tilsynet skal fastholde sin beslutning af 19. marts 2010.

1. Sagsfremstilling

K har i perioden mellem den 15. marts og den 4. april 2006 udbudt to strukturerede obligationer [...] og [...] (obligationerne).

I foråret 2009 var der i pressen forlydender om, at investorer, der havde investeret i de to strukturerede obligationer, kunne risikere at tabe deres investering. Risikoen udsprang af, at de fordringer, som sikkerhedsobligationerne er baseret på, ikke kunne honoreres, hvilket var en følge af konkurser i de finansielle aktiver, der er stillet til sikkerhed for den pågældende CDO-obligationsudstedelse.

På denne baggrund iværksatte Finanstilsynet en undersøgelse af markedsføringen af obligationerne. I denne forbindelse anmodede Finanstilsynet den 19. maj 2009 B om en redegørelse, samt om at indsende markedsføringsmateriale, prospekt og andet relevant materiale, som var brugt i markedsføringen af obligationerne ...

Ved breve af den 10. juni og den 12. juni 2009 modtog Finanstilsynet herefter en redegørelse samt markedsføringsmaterialet fra K i dennes egenskab af udbyder/arrangør ... Det fremgår af selskabets redegørelse, at dette som arrangør har udarbejdet prospektet, ... , resuméet, ... , samt de fakta-ark, ... , som var uarbejdet til udlevering til kunderne som information om de strukturerede obligationer.

På baggrund af den fremsendte redegørelse udarbejdede Finanstilsynet et udkast til påtale med henblik på forelæggelse af sagen for Det Finansielle Virksomhedsråd, jf. § 4, nr. 2, litra c i bekendtgørelsen nr. 1138 af 3. december 2009 om forretningsorden for Det Finansielle Virksomhedsråd, jf. bilag 1. Udkastet indeholdt en påtale for at have handlet i strid med redelig forretningsskik og god praksis inden for virksomhedsområdet, jf. § 43, stk. 1, i lov om finansiell virksomhed (FiL).

Udkastet blev sendt i høring hos K den 13. januar 2010, på baggrund af en procedure i Finanstilsynet, hvorefter fremgangsmåden i bekendtgørelsens § 9, stk. 1 vedrørende høring følges ved fremlæggelse af god skik sager for Det Finansielle Virksomhedsråd. . Fristen udgjorde minimum 3 uger i overensstemmelse med bestemmelsen.

Finanstilsynet modtog høringssvar fra K den 8. februar 2010 ... K fremsendte endvidere den 5. marts 2010 brev til Finanstilsynet vedlagt yderligere bilag til belysning af sagen ... K bemærkede, at de fandt det relevant, at hele det godkendte prospekt blev vedlagt udkastet til påtale. Derfor eftersendte tilsynet mandag den 8. marts 2010 de to yderligere bilag til medlemmerne af Det Finansielle Virksomhedsråd forud for rådets møde den 11. marts 2010 ... Dette blev oplyst over for K telefonisk og igen mundtligt ved foretræde for Det Finansielle Virksomhedsråd den 11. marts 2010.

Høringssvarene fra K er herefter blevet indarbejdet i det endelige udkast til påtale ... Det endelige udkast sendes til K til orientering den 8. marts 2010 i overensstemmelse med proceduren i § 9, stk. 3, 1. pkt. i bekendtgørelse om forretningsorden for Det Finansielle Virksomhedsråd.

Der afholdes møde i Det Finansielle Virksomhedsråd den 11. marts 2010, hvor K havde foretræde for rådet. K modtog på denne baggrund Finanstilsynets endelige beslutning om påtale den 19. marts 2010 ...

K har den 23. april 2010 indbragt klage for Erhvervsankenævnet, idet K er af den opfattelse, at der ikke skulle være truffet en beslutning om påtale, men derimod en afgørelse om at pålægge virksomheden et påbud.

Beslutningens retlige grundlag

Påtale efter lov om finansiel virksomhed

Finanstilsynet har i nærværende sag påtalt, at K har handlet i strid med redelig forretningsskik og god praksis, jf. FiL § 43, stk. 1. Bestemmelsen har følgende ordlyd:

”Finansielle virksomheder og finansielle holdingvirksomheder skal drives i overensstemmelse med redelig forretningsskik og god praksis inden for virksomhedsområdet.”

I bemærkningerne til § 43, stk. 1 (lovforslag L 176, Folketinget 2002-2003) er følgende anført:

”Stk. 1, indeholder krav om, at finansielle virksomheder og finansielle holdingselskaber skal drives i overensstemmelse med redelig forretningsskik og god praksis inden for virksomhedsområdet (god skik). God skik-reglerne skal sikre, at kunderne kan have tillid til markedet og de finansielle virksomheder. God skik regler bidrager til et velfungerende finansielt marked (...).”

Påtalen er udstedt i medfør af FiL § 344, stk. 1, som fastslår, at:

”Finanstilsynet påser overholdelsen af denne lov og af de regler, der er udstedt i medfør af loven, undtagen § 77, stk. 1 og 2.”

Bestemmelsen fastsætter Finanstilsynets generelle adgang og pligt til at påse overholdelsen af loven. Dernæst udgør den tilsynets implicitte hjemmel til at udstede påbud og påtaler, hvor dette ikke følger eksplicit af andre bestemmelser i loven.

Indbringelse for Erhvervsankenævnet

En klage kan kun indbringes for Erhvervsankenævnet, såfremt der er tale om en afgørelse. Dette følger af § 1, stk. 1, i lov om Industriministeriets Erhvervsankenævn, som har følgende ordlyd:

”Industriministeriets Erhvervsankenævn er klageinstans for administrative afgørelser i det omfang, det fastsættes ved lov eller i henhold til lov.”

Der er på denne baggrund fastsat en hjemmel i FiL § 372 til at indbringe Finanstilsynet afgørelser for Erhvervsankenævnet:

"Afgørelser truffet af Finanstilsynet eller Erhvervs- og Selskabsstyrelsen i henhold til loven eller regler udstedt i medfør af loven kan af den, som afgørelsen rette sig til, indbringes for Erhvervsankenævnet senest 4 uger efter, at afgørelsen er meddelt den pågældende."

Forretningsorden for det finansielle Virksomhedsråd

Reglerne for behandlingen af sager for Det Finansielle Virksomhedsråd er fastlagt i bekendtgørelsen nr. 1138 af 3. december 2009 om forretningsorden for Det Finansielle Virksomhedsråd.

Den konkrete sag er behandlet for rådet i overensstemmelse med bestemmelsen i bekendtgørelsens § 4, nr. 2, litra c:

"Ifølge de regler, efter hvilke Det Finansielle Virksomhedsråd ved lov er tillagt kompetence, kan rådet følgende:

(...) 2) Rådgive Finanstilsynet i forbindelse med

(...) c) tilsynssager om redelig forretningsskik og god praksis, der har videregående betydelige følger for finansielle virksomheder og finansielle holdingvirksomheder, i henhold til § 43 i lov om finansiell virksomhed.

Det følger af bekendtgørelsens § 9, stk. 1, at der skal foretages partshøring, når der træffes afgørelse af § 4, nr. 2, litra c, og at fristen skal udgøre mindst 3 uger. Bestemmelsen har følgende ordlyd:

"Finanstilsynet udarbejder i de § 4, litra a og b, samt nr. 2, litra b og c, nævnte sager et begrundet udkast til afgørelse, som sendes i partshøring, inden sagen forelægges for rådet. Fristen for afgivelse af udtalelse skal udgøre mindst 3 uger, medmindre sagen allerede har været forelagt rådet."

I den konkrete sag er der tale om en beslutning, som ikke anses som værende en forvaltningsretlig afgørelse. I sager om god skik følger Finanstilsynet imidlertid den procedure, at sende beslutninger i høring efter fremgangsmåden i bekendtgørelsens § 9, stk. 1, når beslutningerne forelægges rådet, jf. nedenfor.

Det følger af bestemmelsens stk. 3, at:

"Hvis høringssvaret bringer nye oplysninger frem, der medfører ændringer i Finanstilsynets udkast til afgørelse, vil ændringerne blive indarbejdet i det endelige udkast til afgørelse, som forelægges rådet, og som sendes til parten, jf. § 355 i lov om finansiell virksomhed. Dette gælder dog ikke, hvis høringen fører til væsentlige ændringer til ugunst for parten. I så fald sendes udkastet til afgørelse i fornyet høring.

Finanstilsynets vurdering

Det forvaltningsretlige afgørelsesbegreb

K gør i sin klage gældende, at påtalen i realiteten er en afgørelse og ikke en beslutning, hvorefter klagen bør kunne indbringes for Erhvervsankenævnet.

Det følger af forvaltningslovens § 2, stk. 1, at *"loven gælder for behandlingen af sager, hvori der er eller vil blive truffet afgørelse af en forvaltningsmyndighed"*.

Af forarbejderne til forvaltningslovens § 2 [Folketingstidende 1985-86, Tillæg A I, spalte 115] fremgår, at der med udtrykket "truffet afgørelse" sigtes til *"udfærdigelse af retsakter, dvs. udtalelser, der går ud på at fastsætte, hvad der er eller skal være ret i et foreliggende tilfælde"*. Endvidere følger det af forarbejderne til § 2, at administrativ sagsbehandling falder uden for lovens anvendelsesområde, da denne virksomhed ikke tager sigte på *"at træffe retligt bindende afgørelser i forhold til de implicerede personer"*. Forarbejdernes specielle bemærkninger antages i den juridiske teori at være udtryk for en relativt snæver forståelse af afgørelsesbegrebet [John Vogter, Forvaltningsloven med kommentarer, 2001, 3. udgave, s.116].

I forlængelse af den traditionelle fortolkning af det forvaltningsretlige afgørelsesbegreb findes der i den juridiske teori en udvidende fortolkning af afgørelsesbegrebet. Af de almindelige bemærkninger til forvaltningsloven fremgår, at lovens formål er at *"sikre, at den enkelte borger kan få indflydelse på de beslutningsprocesser, der vedrører den pågældendes egne forhold, og forøge den enkeltes mulighed for at forstå indholdet af de truffede afgørelser og baggrunden herfor"* [Folketingstidende 1985-86, Tillæg A I, spalte 76], og bl.a. dette tages til indtægt for en bredere forståelse af lovens anvendelsesområde [Hans Gammeltoft Hansen m.fl., Forvaltningsret, 2. udgave 2002, s. 37f; John Vogter, Forvaltningsloven med kommentarer, 2001 3. udgave, s.116].

Som fortaler for en udvidende fortolkning henviser Folketingets Ombudsmand Hans Gammeltoft Hansens (herefter Ombudsmanden) endvidere til, at det fremgår af forvaltningslovens forarbejder, at principperne for god forvaltningsskik forudsættes opretholdt og videreudviklet – og at der blandt disse principper ligger muligheden for *"i visse tilfælde at lade partsbeføjelser, der mere eller mindre svarer til forvaltningslovens, finde tilsvarende anvendelse uden for lovens eget anvendelsesområde"* [Hans Gammeltoft Hansen m.fl., Forvaltningsret, 2. udgave 2002, petit-afsnittet s. 40].

I medfør heraf giver Ombudsmanden følgende definition på en forvaltningsretlig afgørelse: *"en offentlig myndigheds ensidige og for borgerne bindende tilkendegivelse om forhold af væsentlig betydning for de berørte medmindre andet fremgår eller forudsættes ved særlige lovbestemmelser"* [Hans Gammeltoft Hansen m.fl., Forvaltningsret, 2. udgave 2002, s. 43]. Om den udvidende definitions kerneområde skriver Ombudsmanden, at der *"er... et bestemt kriterium der trænger sig på i forståelsen af hvilke blandt forvaltningens retsakter, der skal anses for afgørelser. Det er væsentligheden for den eller de berørte borgere"* [Hans Gammeltoft Hansen m.fl., Forvaltningsret, 2. udgave 2002, s. 37].

Det bemærkes at højesteretsdommer, professor, dr., jur. Jens Peter Christensen I UfR 2003B, side 230/2, i relation til Ombudsmandens argumentation skriver: ”... *nok forudsattes det i forvaltningslovens forarbejder, at der skulle være fortsat dynamik i begrebet »god forvaltningsskik«, men... det er noget andet – og principielt meget anderledes – at lade en tilsvarende dynamik præge fortolkningen af loven. Spørgsmålet er vel, om et sådant retsudviklende skridt, der gør op med forarbejdernes begrebsbrug og kobler den forventede dynamik vedrørende god forvaltningsskik til en tilsvarende dynamik vedrørende lovfortolkningen, ikke rettelig bør overlades til lovgivningsmagten. Efter min opfattelse må svaret være bekræftende*” [Se også Karsten Revsbechs kritiske betragtninger om det udvidede afgørelsesbegreb i *Aktuel dansk forvaltningsret*, 2008, s. 45ff]. I tråd hermed ses bl.a. U.2005.2111H, hvor Højesteret stadfæster en dom fra Østre Landsret, hvorefter retten, i en sag om tildeling af lokallønstillæg, afviser at anvende en dynamisk fortolkning af det forvaltningsretlige afgørelsesbegreb og i stedet anvender det klassiske afgørelsesbegreb.

I skellet mellem den traditionelle og den udvidende fortolkning er det springende punkt, at sidstnævnte inddrager forvaltningsmyndighedens *tilkendegivelser* (modsat ”*afgørelser*”), hvis disse har *væsentlig betydning* for modtageren og er af *bindende karakter*.

Sammenholdes den traditionelle og den udvidende fortolkning af det forvaltningsretlige afgørelsesbegreb, er der dog to centrale elementer, der for begge fortolkninger kræves opfyldt, for at der foreligger en forvaltningsretlig afgørelse; Afgørelsen/tilkendegivelsen skal 1) fastsætte overfor modtageren, hvad der er ret i et *konkret* tilfælde, og 2) være *bindende*.

Ad 1. Ved den nærmere afgrænsning af, hvad det indebærer, at en forvaltningsmyndighed ”fastsætter hvad der er ret i et konkret tilfælde”, sondres der i den juridiske teori mellem konstaterende og konstitutive forvaltningsakter [Se bl.a. Bent Berg, *Almindelig forvaltningsret* 3. udgave, s. 16]. Førstnævnte anses som hovedregel ikke som forvaltningsretlige afgørelser, hvorimod sidstnævnte gør [Sten Bønsing og Claus Haagen Jensen, *Almindelig forvaltningsret* 2005, s. 56f].

Ombudsmanden skriver i FOU 2001.261: ”*De konstaterende forvaltningsakter kendetegnes ved at de ikke skaber, ændrer eller ophæver retsforhold, men blot fastslår hvad der også før afgørelsen var gældende. De konstitutive forvaltningsakter er derimod karakteriseret ved at de skaber, ændrer eller ophæver retsforhold.*”

Sondringen mellem de konstaterende og de konstitutive forvaltningsakter sker således ved en afvejning af, om den foreliggende forvaltningsakt skaber, ændrer eller ophæver et retsforhold.

Ad 2. Som følge af at en forvaltningsretlig afgørelse er retligt bindende for modtageren, følger det implicit heraf, at den som hovedregel kan gennemtvinges retligt. Således fremgår det af den juridiske teori, at en forvaltningsretlig afgørelse ”... *i forhold til en enkelt eller en bestemt flerhed af borgere*

tilsigter at fastslå retstilstanden (gennemtvungeligt) i det konkrete tilfælde” [Juridisk Grundbog 4 (4. udgave, 1989), s. 27f].

At en forvaltningsretlig afgørelse hviler på et princip om gennemtvungelighed er tilsvarende lagt til grund af Ombudsmand i en egen driftundersøgelse af 1999 (EDP 1999.693ff). I en sammenligning mellem vejledninger og påbud skriver Ombudsmanden: *”Formelt er der således knyttet en sanktionsretlig virkning til tilsidesættelse af et påbud, som ikke foreligger ved undladelse af at efterleve en vejledning. Jeg finder derfor ikke at kunne lægge til grund at tilsynets vejledninger er afgørelser i forvaltningslovens forstand”*.

Det er et bærende element ved Finanstilsynets påtaler, at de ikke skaber nogen retsvirkning i forhold til de virksomheder, som de er rettet imod. I forhold til den konkrete sag tilkendegiver tilsynets påtale alene det faktum, at der efter tilsynets vurdering skete en lovovertrædelse, der ikke længere er aktuel, og hvor Finanstilsynet som følge heraf ikke kan give et påbud (en afgørelse) om at standse den ulovlige adfærd, jf. afsnittet nedenfor.

Det er derfor Finanstilsynets vurdering, at de påtaler, som tilsynet udsteder, ikke fastsætter over for modtageren, hvad der er ret i det konkrete tilfælde i den forstand, som er forudsat i forvaltningsloven. I det konkrete tilfælde har den udstedte påtale således ikke i forhold til K skabt, ændret eller ophævet et retsforhold.

Som nævnt gælder det endvidere, at en forvaltningsretlig afgørelse pr. definition er bindende. Blandt andet har Ombudsmanden således knyttet afgørelsesbegrebet op på et princip om gennemtvungelighed/sanktionsopfølgning. Finanstilsynets påtaler er alene *konstaterende* og indeholder ikke en handlepligt, hvorfor det savner mening at tale om sanktionering i forhold hertil.

Finanstilsynet finder således ikke, at påtalen i den konkrete sag opfylder nogen af de to krav, som en forvaltningsretlige afgørelse skal opfylde, hvad enten der anvendes en traditionel eller en udvidende fortolkning af det forvaltningsretlige afgørelsesbegreb.

Påtale eller påbud

Endvidere gør K gældende, at påtalen rettelig skulle have været givet som et påbud.

Finanstilsynets implicitte hjemmel til at udstede påbud og påtaler følger af FiL § 344, stk. 1. Tilsynet anvender påtaler som en advarsel over for virksomheder, hvis det konstateres, at disse efter tilsynets opfattelse har begået en lovovertrædelse, som ikke længere består. Anvendelsen af påtaler sker både, hvor en lovovertrædelse vedrører en situation af midlertidig karakter, der nu er afsluttet, og hvor en virksomhed af egen drift har bragt forholdet i orden. Består lovovertrædelsen stadig, anvendes der ikke en påtale.

Et bærende element ved Finanstilsynets påtaler er, at de ikke skaber nogen retsvirkning i forhold til de virksomheder, som de er rettet imod.

En påtale angiver alene Finanstilsynets fortolkning af et givent handlingsforløb, som en virksomhed har været involveret i, uden at dette medfører nogen pligt for den modtagende virksomhed til at foretage eller ophøre med at foretage sig noget.

I den konkrete sag er obligationerne udbudt til salg i perioden fra den 15. marts til den 4. april 2006. Det er i tiden op til og under denne udbudsperiode, at K har markedsført obligationerne, og hvor investorerne således har orienteret sig i fakta-arkene. Efter udbudsperiodens udløb forestår K således ikke længere salg af obligationerne.

Finanstilsynet vurderer således forholdet ud fra udbudsperioden frem for datoen for obligationernes udløb, idet lovovertrædelsen reelt er af en midlertidig karakter, der er afsluttet efter udbudsperiodens ophør. Anvendelse af et påbud – som er en mere indgribende tilsynsreaktion – vil således ikke have en reel retsvirkning i den konkrete sag. Det ændrer ikke herpå, at obligationerne er omsættelige frem til deres udløbsdato den 24. juni 2013.

Dette understøttes af, at det er almindeligt antaget, at prospekter kun er gyldigt i udbudsperioden, eller indtil de udbudte værdipapirer er optaget til handel. Endvidere indeholder § 21, stk. 1 i bekendtgørelse nr. 223 af den 10. marts 2010 om prospekter for værdipapirer, der optages til handel på et reguleret marked, og ved offentlige udbud af værdipapirer over 2.500.000 euro en udløbsdato for prospekter. Det følger således af bestemmelsen, at et prospekt er gyldigt i 12 måneder fra offentliggørelsen. Prospektet er offentliggjort den 8. marts 2006, hvorfor prospektet anses for udløbet den 8. marts 2007.

I K's høringssvar af den 8. februar 2010, fremhæver K flere steder, at fakta-arkene ikke blev udfærdiget som selvstændigt materiale, men derimod for, sammen med prospektet (som fakta-arkene flere steder henviser til), at skulle oplyse om obligationernes karakteristika.

Sagsbehandling

Såfremt Erhvervsankenævnet optager sagen til realitetsbehandling, påberåber K, at påtalen skal bortfald som følge af sagsbehandlingsfejl.

K anfører for det første, at Finanstilsynet ensidigt har indhentet en udtalelse fra Finansrådet til brug for sin vurdering af sagen.

I forbindelse med Finanstilsynets behandling af sagen indhentede tilsynet en udtalelse fra Finansrådet. Tilsynet spurgte således Finansrådet om, hvorvidt det var sædvanligt at benytte CDO-sikkerhedsobligationer som hovedstøtdækning for strukturerede obligationer på daværende tidspunkt. Dette spørgsmål blev K oplyst om ved høringen af udkast til påtale, som blev fremsendt den 13. januar 2010. K kommenterede også på spørgsmålet i sit høringssvar af 8. februar 2010, og svaret blev på denne baggrund indarbej-

det i det endelige udkast til påtale, som blev forelagt for Det Finansielle Virksomhedsråd.

Finanstilsynet skal derfor afvise, at tilsynet har tilsidesat kontradiktionsprincippet samt at der ikke er givet K indsigt i det spørgsmål der er stillet til Finansrådet og det af Finansrådet afgivne svar.

Dernæst anfører K, at partshøringen i sagen har været mangelfuld.

Finanstilsynet træffer beslutning/afgørelse i sager vedrørende redelig forretningskik og god praksis, jf. FiL § 43, stk. jf. § 345, stk. 2. I de tilfælde hvor tilsynet vurderer, at sagen har videregående betydelige følger for den finansielle virksomhed, kan tilsynet bede Det Finansielle Virksomhedsråd om at vurdere spørgsmålet, jf. § 4, nr. 2, c), i bekendtgørelsen om forretningsorden for Det Finansielle Virksomhedsråd.

Som hovedregel sker der kun partshøring i sager, hvor der træffes en forvaltningsretlig afgørelse. I den konkrete sag er der alene truffet en beslutning om påtale. Når Finanstilsynet lægger en sag for Det Finansielle Virksomhedsråd, foretages der imidlertid altid høring.

Finanstilsynet sendte udkast til påtale i høring hos K den 13. januar 2010, hvilket skete på baggrund af Finanstilsynets procedure, hvorefter fremgangsmåden i bekendtgørelsens § 9, stk. 1 vedrørende høring følges ved fremlæggelse af god skik sager for Det Finansielle Virksomhedsråd. Fristen udgjorde minimum 3 uger i overensstemmelse med proceduren i bestemmelsen.

Finanstilsynet modtog høringssvar fra K den 8. februar 2010. Høringssvarene fra K er herefter blevet indarbejdet i det endelige udkast til påtale. Det endelige udkast blev sendt til K til orientering den 8. marts 2010, overensstemmelse med proceduren i § 9, stk. 3, 1. pkt. i bekendtgørelse om forretningsorden for Det Finansielle Virksomhedsråd. Høringssvaret frembragte ikke nye oplysninger, som førte til væsentlige ændringer til ugunst for parten, og krævede dermed ikke fornyet høring, jf. proceduren i § 9, stk. 3, 2. og 3. pkt.

Finanstilsynet skal således afvise, at tilsynet ikke har overholdt høringsfristerne i forbindelse med forelæggelse af sagen for Det Finansielle Virksomhedsråd.

For det tredje anfører K, at Finanstilsynet kun har fremlagt dele af det materiale, som K har fremsendt til tilsynet i forbindelse med sin redegørelse, samt at Finanstilsynet ikke har inddraget hele det fremsendte materiale i sin beslutning.

Ved brev af 5. marts 2010 skrev K til Finanstilsynet, at man ønskede yderligere bilag vedlagt udkast til påtale. K bemærkede således, at virksomheden fandt det relevant, at hele det godkendte prospekt blev vedlagt til belysning af sagen. Tilsynet valgte at efterkomme K's ønske og eftersendte derfor de

to yderligere bilag til medlemmerne af Det Finansielle Virksomhedsråd mandag den 8. marts 2010 forud for rådets møde den 11. marts 2010. Dette blev oplyst overfor K telefonisk og igen mundtligt ved foretræde for Det Finansielle Virksomhedsråd den 11. marts 2010.

Finanstilsynet har gennemgået og vurderet samtlige dokumenter, i det materiale K har fremsendt til tilsynet i forbindelse med sin redegørelse. Tilsynet bestrider ikke, at prospektet indeholder en beskrivelse af de risici, der er forbundet med investeringen. Tilsynets beslutning retter sig imidlertid imod beskrivelsen i fakta-arkene. Det har således været afgørende for Finanstilsynet i beslutningen, at udbyder giver en overfladisk beskrivelse med fokus på optionselementet i et fakta-ark, mens de negative aspekter ved produktet kun beskrives udførligt og dækkende i et mere svært tilgængeligt prospekt.

K's indsigelse blev således efterkommet, og virksomheden har således fået mulighed for at få fremlagt samtlige dokumenter for rådet, som der er ytret ønske om. Endvidere har tilsynet gennemgået og vurderet samtlige fremsendte dokumenter, herunder prospektet, forud for sin endelige beslutning.

Beslutningens hjemmel

K gør i sin klage gældende, at Finanstilsynet har truffet sin beslutning på baggrund af en bekendtgørelse, som ikke var gældende på det tidspunkt, hvor obligationerne blev udbudt.

Beslutningen er imidlertid ikke truffet med hjemmel i god skik bekendtgørelsen, men derimod med hjemmel direkte i FiL § 43, stk. 1, hvilket fremgår udtrykkeligt af påtalen. Bestemmelsen følger af lov nr. 501 af 7. juni 2001, der er videreført i den gældende lovbekendtgørelse nr. 467 af 29. april 2010 af lov om finansiel virksomhed. Denne bestemmelse var således også gældende i marts/april 2006.

Dernæst nævner K, at Finanstilsynet henviser til en påtale, som tilsynet gav C den 8. juli 2009. Når tilsynet i sin vurdering henviser til sin praksis på et område, sker dette som en information til virksomheden om, at virksomhedens forhold er blevet bedømt i overensstemmelse med tilsynets praksis i lignende sager. Henvisning tjener således til sikkerhed for, at der er sket ligebehandling af virksomheden. Endvidere er påtalen overfor C givet med hjemmel i § 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.

Finanstilsynet har således taget højde for tidsfaktoren i forhold til lovgivningen. Tilsynet skal på denne baggrund afvise, at forholdet er bedømt ud fra lovgivning, som ikke var gældende på tidspunktet for lovovertrædelsen.

Finanstilsynets beslutning

K gør endvidere gældende, at påtalen skal bortfalde som følge af beslutningens materielle indhold. K henviser til sit høringssvar samt sit indlæg for Det Finansielle Virksomhedsråd.

Forud for den endelige beslutning om påtale har Finanstilsynet vurderet sagen på ny i lyset af K's høringssvar samt det mundtlige indlæg for rådet. Dette har imidlertid ikke givet anledning til en anden fortolkning af de faktiske og retlige omstændigheder i den konkrete sag.

Finanstilsynet henviser til behandlingen af sagens materielle indhold i den endelige påtale af 19. marts 2010.

..."

Heroverfor har K ved skrivelse af 16. august 2010 bemærket:

"...

2.1 Finanstilsynet anfører i Svarskriftet:

"Ved breve af den 10. juni og 12. juni 2009 modtog Finanstilsynet herefter en redegørelse samt markedsføringsmaterialet fra K i dennes egenskab af udbyder/arrangør, jf. bilag 1(5) og 1(6). Det fremgår af selskabets redegørelse, at dette som arrangør har udarbejdet prospektet, jf. bilag 6, resuméet, jf. bilag 1(3), samt de fakta-ark, jf. bilag 1(1-2), som var udarbejdet til udlevering til kunderne som information om de strukturerede obligationer."

Klager er uenig i denne udlægning af sagens faktum.

I brevet af den 10. juni 2009 har Klager oplyst følgende:

"Arrangøren har indgået samarbejdsaftaler om markedsføring og investeringsrådgivning af forskellige produkter med distributørerne. Som led et i samarbejdet stiller arrangøren forskelligt materiale til rådighed for pengeinstitutterne, men hverken udsteder eller arrangør har udarbejdet markedsføringsmateriale til privatkunder eller er bekendt med den rådgivning disse har modtaget i forbindelse med distributørernes salg af Obligationerne."

Klager har ikke noget kundeforhold til privatkunder. Klager har derimod som flere gange oplyst indgået samarbejdsaftaler med en række pengeinstitutter om, at disse kan distribuere og markedsføre en række produkter til deres kunder, herunder [...] og [...] ("**Obligationerne**"). Det skal i den forbindelse bemærkes, at Klagers distributører ("**Distributørerne**") i henhold til den senere indførte MiFID kategorisering alle er "godkendte modparter", samt at Klager ikke i nærværende sag har nogle kunder ud over distributørerne.

Det er således ikke korrekt, når Finanstilsynet anfører, at de af Klager udarbejdede fakta-ark var rettet mod Distributørernes kunder. Fakta-arkenes formål var og er at give rådgivere ansat hos Distributørerne et overblik over de væsentligste vilkår ved Obligationerne. Obligationerne er, som det også fremgår af fakta-arkene, nærmere beskrevet i Obligationernes godkendte prospekt.

Det kan oplyses, at der ikke indgik en tegningsordre i fakta-arkene, men at en sådan alene var en del af det for Obligationerne udarbejdede prospekt, der tillige oplyste om de pengeinstitutter, hvor Obligationerne kunne tegnes. Private kunder har således ikke kunnet tegne Obligationer alene på baggrund af fakta-arkene. Køb af Obligationer fordrede derfor, at kunderne enten havde tegningsordren fra prospektet eller rettede personlig henvendelse til en af Distributørerne, der stod som tegningssteder heri.

2.2 I Svarskriftet anfører Finanstilsynet endvidere følgende:

"I den konkrete sag er Obligationerne udbudt til salg i perioden fra den 15. marts til den 4. april 2006. Der er i tiden op til og under denne udbudsperiode, at K har markedsført Obligationerne, og hvor investorerne således har orienteret sig i fakta-arkene. Efter udbudsperiodens udløb forestår K således ikke længere salg af Obligationerne."

Klager står uforstående overfor denne udlægning af faktum.

Klager har aldrig markedsført Obligationerne overfor Distributørernes kunder. Dette har, som tidligere angivet, den enkelte Distributør forestået i overensstemmelse med den indgående aftale med Klager om markedsføring og investeringsrådgivning. Ydermere kan Klager oplyse, at Klager ikke har solgt Obligationer til Distributørernes kunder. Klager har derimod stillet materiale om Obligationerne til rådighed for Distributørerne, gennemgået konstruktionen på seminarer og workshops samt stillet sig til rådighed for Distributørernes eventuelle spørgsmål.

Efter tegningsperiodens udløb har der fortsat været mulighed for køb og salg, eftersom Obligationerne fortsat er optaget til handel på G A/S.

2.3 Endelig anføres det i Svarskriftet, at:

"Udkastet indeholdt en påtale for at have handlet i strid med redelig forretningsskik og god praksis inden for virksomhedsområdet, jf. § 43, stk. 1, i lov om finansiel virksomhed (FIL)"

Ved at benytte denne formulering virker det som om Finanstilsynet nu mener, at Klager har haft en bestemt adfærd og herefter af egen drift ændret denne. Dette er ikke overensstemmelse med sagens faktum.

Endvidere fremgår det af sagen, at Finanstilsynet har givet Klager en påtale, fordi Klager i strid med FIL § 43, stk. 1, gav investorerne en misvisende og utilstrækkelig beskrivelse af forholdene for indløsning, herunder risikoen for ikke at blive indløst til kurs 100. Fakta-arkene indeholdt efter Finanstilsynets vurdering ikke en afbalanceret beskrivelse af produkterne og de risici, der er knyttet til en investering i produkterne.

Det skal særligt bemærkes, at Påtalen ikke henviser til en bestemt tidsperiode eller lignende.

Finanstilsynets argument om, at afgørelsen vedrører en nærmere bestemt tidsmæssig periode, er således ikke tidligere fremført, ligesom hverken afgørelsen eller skriftvekslingen i sagen giver grundlag for at antage, at det påbud Finanstilsynet har givet Klager og offentliggjort skulle vedrøre en nærmere bestemt tidsmæssigt begrænset periode.

Usikkerheden om det egentlige grundlag for Påtalen bestyrkes yderligere af, at fakta-arkene fortsat var tilgængelige og gældende på tidspunktet for Finanstilsynets undersøgelse – hvilken undersøgelse indledtes ved Finanstilsynets brev af den 19. maj 2009 – og har fortsat været gældende på tidspunktet for Påtalens offentliggørelse.

Der er derfor ikke noget faktuel grundlag for at antage, at den adfærd, der begrundede Påtalen, var ophørt, da Finanstilsynet indledte undersøgelsen. Allerede af denne grund har Finanstilsynet ikke hjemmel til at give Klager en påtale, men derimod alene en kompetence til at give et påbud, jf. FIL § 344, stk. 1 [Finanstilsynet, Kvartalsnyt (2) for 2006, **hvor Finanstilsynet oplyser følgende om sin praksis**: ”Finanstilsynet meddeler en virksomhed påbud, hvis virksomheden på et punkt direkte overtræder de finansielle love og bekendtgørelser. Finanstilsynet påbyder virksomheden at bringe forholdet i overensstemmelse med regelsættet inden for en fastsat frist. **Hvis Finanstilsynet konstaterer, at en virksomhed har overtrådt regelsættet, men af egen drift har bragt forholdet i orden, giver tilsynet virksomheden en påtale af, at regelsættet har været overtrådt.**”]

3. RETLIGT GRUNDLAG

I Svarskriftets pkt. 2 redegør Finanstilsynet om Påtalens retlige grundlag, hjemlen til at indbringe sagen for Erhvervsankenævnet og Erhvervsankenævnets kompetence.

Klager bestrider ikke, at Finanstilsynets primære opgave er at påse overholdelsen af den finansielle lovgivning, herunder FIL, jf. FIL § 344, stk. 1. Klager bestrider ej heller, at det som udgangspunkt kun er afgørelser, der kan indbringes for Erhvervsankenævnet, jf. FIL § 372, stk. 1. Imidlertid bestrider Klager, at en myndighed i en sag som den foreliggende kan træffe en for Klager så væsentlig og potentielt indgribende afgørelse, i form af en beslutning. Uanset formaliteten så synes den eneste realitetsforskel på, om Finanstilsynets påbud følger af en beslutning eller en afgørelse at være, om sagen kan indbringes for Erhvervsankenævnet og dermed, om Klager har mulighed for at få sagen prøvet ved en relevant administrativ rekurs.

Det er fortsat Klagers klare opfattelse, at Påtalen i forhold til Klager er en afgørelse, som lider af retlige mangler og er dermed egnet til at blive prøvet af Erhvervsankenævnet. Se nærmere nedenfor.

I Svarskriftets pkt. 3 beskriver Finanstilsynet sin opfattelse af det forvaltningsretlige afgørelsesbegreb, påtale og påbud, Finanstilsynets sagsbehand-

ling i nærværende sag, beslutningens hjemmel og Finanstilsynets beslutning.

3.1 Det forvaltningsretlige afgørelsesbegreb

Klager noterer sig, at der i forvaltningsloven ikke findes en entydig og klar definition af, hvornår der foreligger en afgørelse, og at det i litteraturen har været diskuteret, om der burde anvendes en snæver forståelse eller en udvidende fortolkning af det forvaltningsretlige afgørelsesbegreb.

Klager finder på baggrund af Svarskriftets fyldige gennemgang heraf anledning til at påpege, at hverken domstolene eller nyere litteratur generelt er afvisende i forhold til at anlægge en udvidende fortolkning af det forvaltningsretlige afgørelsesbegreb [Steen Rønsholt, Forvaltningsret, 2. Udgave, København 2006, s. 105 – 108. At dette var tilfældet i U2005.2111H, er derimod begrundet i en konkret vurdering af sagens tema, som vedrørte aftaler mellem en forvaltning og en forhandlingsberettiget organisation. Højesteret anser aftalen i sagen som værende en almindelig aftale indgået mellem en myndighed og part, hvorimod Ombudsmanden fokuserer på de centrale elementer i aftalen og derved sidestiller aftalen med en forvaltningsretlig afgørelse – sandsynligvis ud fra nogle omgængelsesbetragtninger.].

Klager finder det imidlertid væsentligt at fastslå, at de i teorien angivne betingelser for, hvornår der foreligger en afgørelse, er opfyldte. Klager skal i den forbindelse henvise til, at en afgørelse – uanset om det er definitionen efter forvaltningsloven eller efter forarbejderne – er karakteriseret ved at være: (i) ensidig, (ii) eksternt rettet, (iii) fra en myndighed, og (iv) på et offentligretligt grundlag [Steen Rønsholt, Forvaltningsret, 2. Udgave, København 2006, s. 99].

I foreliggende tilfælde kan det fastslås, at Påtalen er ensidig fra Finanstilsynets side og rettet mod Klager. Herudover er Påtalen givet som led i Finanstilsynets virke med som myndighed at påse overholdelsen af den finansielle lovgivning, jf. FIL § 344, stk. 1, herunder også FIL § 43, stk. 1. Endelig er Påtalen et udtryk for en bestemt adfærdsdirektion, idet Påtalen dikterer, at Obligationernes fakta-ark ikke stemmer overens med FIL § 43, stk. 1.

Påtalen opfylder således samtlige de i teorien opstillede betingelser, hvorfor der foreligger en afgørelse. Finanstilsynet er således efter Klagers opfattelse forpligtet til at følge reglerne om afgørelser som angivet i forvaltningsloven [Steen Rønsholt, Forvaltningsret, 2. Udgave, København 2006, s. 100].

Hvorvidt Påtalen falder ind under en snæver eller udvidet fortolkning af afgørelsesbegrebet, er derfor efter Klagers opfattelse helt uden relevans for nærværende sag.

Herudover skal det for fuldstændighedens skyld anføres, at faktisk forvaltningsvirksomhed, som Klager er enig i falder udenfor forvaltningslovens anvendelsesområde, er karakteriseret ved:

”Virksomheden materialiseres umiddelbart i en fysisk faktisk handling eller adfærd uden karakter af sagsbehandling i en beslutningsproces” [Steen Rønsholt, Forvaltningsret, 2. Udgave, København 2006, s. 103].

Som det fremgår af sagen, er dette ikke tilfældet i nærværende sag. Finanstilsynet har indkaldt et omfattende materiale og vurderet dette i forhold til FIL § 43, stk. 1, som sætter en norm for, hvornår et dokument er i overensstemmelse med bestemmelsen, ligesom Klagers kommentarer til det fremsendte udkast til påtale ikke formelt har været inddraget og haft indflydelse på udformningen heraf. I nærværende sag er der derfor ikke tale om faktisk forvaltningsvirksomhed med derimod om en egentlig – bebyrdende – afgørelse, svarende til processen når Finanstilsynet generelt vurderer dokumenter udarbejdet af finansielle virksomheder, herunder prospekter, vedtægter m.v.

Det er derfor ikke rigtigt, når Finanstilsynet konkluderer, at Påtalen ikke fastsætter, hvad der er ret i nærværende tilfælde. Og det er heller ikke rigtigt, at Påtalen ikke er bindende. Påtalen betyder nemlig, at fakta-arkene ikke lever op til, hvad Finanstilsynet mener, at der kræves efter § 43, stk. 1, og Finanstilsynet har således sanktioneret anvendelse af faka-arkene ved at give en påtale [Hans Gammeltoft-Hansen, Forvaltningsret, 2. Udgave, 2002, s. 35 – 36, følgende fremgår: ”Alt hvad en offentlig myndighed (og herunder en myndighedsperson) ensidigt tilkendegiver med bindende virkning for borgeren, må anses for retsakter og danner dermed udgangspunktet for fastlæggelsen af afgørelsesbegrebet”.].

4. ÆNDRING AF BEGRUNDELSE

Klager bemærker særligt, at Finanstilsynet i Svarskriftet anfører:

”I den konkrete sag er Obligationerne udbudt til salg i perioden fra den 15. marts til den 4. april 2006. Der er i tiden op til og under denne udbudsperiode, at K har markedsført Obligationerne, og hvor investorerne således har orienteret sig i fakta-arkene. Efter udbudsperiodens udløb forestår K således ikke længere salg af Obligationerne.

Finanstilsynet vurderer således forholdet ud fra udbudsperioden frem for datoen for obligationernes udløb, idet lovovertrædelsen reelt er af midlertidig karakter, der er afsluttet efter udbudsperiodens ophør. Anvendelse af et påbud - som er en mere indgribende tilsynsreaktion – vil således ikke have nogen reel retsvirkning i den konkrete sag. Det ændrer ikke herpå, at Obligationerne er omsættelige frem til deres udløb den 24. juni 2013 ”

Dette må Klager forstå således, at Finanstilsynet mener, at Påtalen er begrundet i, at Klager ikke har givet alle relevante oplysninger i Obligationernes tegningsperiode.

Dette er efter Klagers opfattelse ikke i overensstemmelse med indholdet af Påtalen, hvoraf det fremgår, at Påtalen er begrundet i følgende:

”Finanstilsynet påtaler, at K A/S (herefter kaldet K) i de fakta-ark, der var udarbejdet til udlevering til kunder om de strukturerede obligationer [...] og [...], angav:

”...indløses til minimum kurs 100 ved udløb)*

Fodnote) Sikret ved investering i AAA-ratede sikkerhedsobligation, som er den højeste opnåelige rating.”*

og derved gav investorerne en misvisende og utilstrækkelig beskrivelse af forholdene for indløsning, herunder risikoen for ikke at blive indløst til kurs 100. Fakta-arkene indeholdt dermed ikke en afbalanceret beskrivelse af produkterne og de risici, der er knyttet til en investering i produkterne.

K har dermed handlet i strid med redelig forretningsskik og god praksis indenfor virksomhedsområdet, jf. § 43, stk. 1 i lov om finansiel virksomhed.”

Læsere af Påtalen, som Finanstilsynet har offentliggjort, kan se, at Finanstilsynet generelt påtaler, at fakta-arkene ikke indeholder tilstrækkelige oplysninger om risiciene knyttet til Obligationerne og kan ikke se, at Påtalen skulle relatere sig til en given tidsmæssig periode.

På ovennævnte grundlag må Klager tage det som udtryk for, at Finanstilsynet nu i Svarskriftet ændrer standpunkt og dermed ændrer grundlaget for afgørelsen.

En sådan ændring af begrundelsen og grundlaget herfor er i strid med principperne om præklusion og er efter Klagers opfattelse ikke mulig på nuværende tidspunkt, hvor Påtalen er offentliggjort.

Imidlertid understreger Finanstilsynets argumentation vedrørende den tidsmæssige udstrækning af Påtalen Klagers anbringende om, at vurderingen af sagens materielle forhold skal ske på baggrund af den viden om blandt andet AAA-ratede værdipapirer, som var tilgængelig på tidspunktet for fakta-arkenes udarbejdelse og ikke indirekte pålægge Klager risikoen for, at den globale finanskrisen efterfølgende har vist, at den analyse og vurdering, de internationale ratingbureauer tidligere anvendte, ikke i alle tilfælde har været hensigtsmæssig.

På udstedelsestidspunktet havde klager ikke grund til at antage, at der skulle være andet end nærmest teoretisk risiko for, at en AAA-rated obligation ikke ville blive tilbagebetalt til kurs 100, ligesom Klager gør gældende, at der ikke på udstedelsestidspunktet var støtte i bekendtgørelse nr. 604 af 26. juni 2003 om god skik for finansielle virksomheder, som Finanstilsynet havde udstedt i henhold til FIL § 43, eller praksis for, at det ikke at beskrive risikoen for en AAA-rated obligation nærmere end som sket i fakta-arkene var i strid med reglerne om god skik.

4 SAGSBEHANDLING

Klager henviser i det hele til det i Klagen angivne herom og fastholder, at Finanstilsynet ved sin behandling af sagen har tilsidesat væsentlige sagsbehandlingsregler.

Af Påtalen fremgår følgende:

”Finanstilsynet har fra Finansrådet fået oplyst, at det på daværende tidspunkt var usædvanligt at benytte CDO-sikkerhedsobligationer som hovedstolsdækning for strukturerede obligationer.”

Klager har gentagne gange fremsat anmodning om, at Finanstilsynet fremlægger såvel de af Finanstilsynet stillede spørgsmål samt Finansrådets udtalelse herom i sagen. Finanstilsynet har på trods heraf ikke fremlagt materialet for Klager, eller i Svarskriftet redegjort for, hvorfor dette ikke er sket.

Finanstilsynet tilsidesætter ved ikke at imødekomme Klagers gentagne anmodninger om fremlæggelse af Finansrådets udtalelse efter Klagers opfattelse reglerne om aktindsigt, jf. forvaltningslovens § 9, stk. 1, hvoraf det fremgår, at den, der er part i en sag, hvori der vil blive truffet en afgørelse, kan forlange at blive gjort bekendt med sagens dokumenter.

Som Klager tidligere har redegjort for, indgår Finansrådets udtalelse som en central del i den vurdering, som Påtalen (afgørelsen i forhold til Klager) hviler på, hvilket er en skærpende omstændighed ved den manglende fremlæggelse heraf.

Hvis Finanstilsynet fortsat nægter at fremlægge udtalelsen i sagen, gør Klager gældende, at udtalelsen ikke kan indgå som et led i sagen.

Dette vil efter Klagers vurdering medføre, at Påtalen må bortfalde, eftersom hele Finanstilsynets grundargumentation i sagen hviler på, at anvendelsen af CDO-sikkerhedsobligationer ikke var sædvanligt og derfor efter Finanstilsynets opfattelse medførte skærpede krav til oplysningsniveauet i faktaarkene. I hvert fald må vurderingen af sagens materielle forhold ske, uden at udtalelsens indhold kan tillægges nogen vægt eller betydning.

Afslutningsvis må Klager fastholde, at den sortering i materialet, som Finanstilsynet foretog i forhold til præsentationen af sagen til Det Finansielle Virksomhedsråd, ikke gav et korrekt billede af Prospektets oplysninger om kreditrisikoen ved Sikkerhedsobligationerne. Det ændrer ikke herved, at det samlede Prospekt på Klagers foranledning efterfølgende blev fremsendt.

...”

Finanstilsynet er ved skrivelse af 8. september 2010 fremkommet med følgende yderligere bemærkninger:

...”

Til klagers punkt 2.1.

K gør gældende, at de udarbejdede fakta-ark var rettet mod distributørernes ansatte og derfor ikke er markedsføringsmateriale rettet mod investorerne.

Hertil kan bemærkes, at fakta-arkene indeholder følgende faktaboks:

”Vi anbefaler, at du søger individuel rådgivning om både investeringen og skattekonsekvenser hos dit lokale pengeinstitut”.

Dertil kommer, at K selv har gjort fakta-arkene tilgængelige for privatkunderne ved at lægge dem ud på internettet på selskabets hjemmeside ...

I den forbindelse skal nævnes, at indholdet på selskabets hjemmeside retter sig mod investorer, herunder privatkunder. Som eksempel herpå kan nævnes hjemmesidens menupunkt ”Skat”. På siden er der indsat en disclaimer med følgende ordlyd:

”(...) Oversigten retter sig til investorer, som har investeret i de ovenfor angivne produkter og er bosiddende i Danmark.(...)”

Finanstilsynet skal derfor fastholde, at fakta-arkene udgør markedsføringsmateriale, og ikke kun er informationsmateriale, der udelukkende er udarbejdet og uddelt til distributørerne.

Til klagers punkt 2.2

K skriver, at der fortsat har været mulighed for køb og salg efter tegningsperiodens udløb, da obligationerne fortsat er optaget til handel på G A/S.

Med henvisning til bemærkningerne på s. 9 i Finanstilsynets udtalelse af 28. maj 2010 skal Finanstilsynet igen fremhæve, at salg efter udbudsperiodens ophør ikke forstås af K. En sådan handel vil således alene foregå mellem investor og en ny køber.

Til klagers punkt 4 (sagsbehandling)

K påberåber fortsat, at Finanstilsynet har nægtet at fremlægge en udtalelse fra Finansrådet samt at dette efter K's opfattelse er i strid med reglerne om aktindsigt, jf. forvaltningslovens § 9, stk. 1.

Indledningsvist skal det slås fast, at Finanstilsynet ikke har truffet en afgørelse i forvaltningslovens forstand, men derimod en beslutning om påtale. Der er således ikke adgang til aktindsigt efter forvaltningslovens regler og hermed heller ikke efter bestemmelsen i lov om finansiel virksomhed § 355, stk. 1.

Som angivet på s. 10 i Finanstilsynets udtalelse af 28. maj 2010 foretager Finanstilsynet imidlertid altid partshøring efter forvaltningslovens principper, når tilsynet lægger en sag for det Finansielle Virksomhedsråd. Det har tilsynet således også gjort i nærværende sag. Tilsynet har således oplyst K om Finansrådets udtalelse i høringen af K af 13. januar 2010, ligesom K kommenterede på udtalelsen i sit høringssvar. K's kommentarer blev endvidere indarbejdet i det endelige udkast til påtale.

Finanstilsynet har således givet K mulighed for at gøre sig bekendt med og kommentere på det faktiske afgørelsesgrundlag, inden sagen blev forelagt for Det Finansielle Virksomhedsråd.

Til klagers punkt 2.3, 3.1 samt 4 (Ændring af begrundelse)

Finanstilsynet fastholder, at den korrekte tilsynsreaktion i den konkrete sag var at give en påtale, ligesom det fastholdes, at en påtale er en beslutning, der ikke kan ankes til Erhvervsankenævnet. Finanstilsynet henviser til sin udtalelse i sagen af 28. maj 2010.

...”

Ankenævnet udtaler:

Efter § 1, stk. 1, i lov om Erhvervsankenævnet er ankenævnet klageinstans for administrative afgørelser i det omfang, dette er fastsat i lov eller i henhold til lov. I henhold til § 372 i lov om finansiel virksomhed kan afgørelser truffet af Finanstilsynet i henhold til denne lov eller regler udstedt i medfør af loven indbringes for Erhvervsankenævnet.

Finanstilsynet har ved skrivelse af 19. marts 2010 overfor K påtalt, at selskabet handlede i strid med redelig forretningsskik og god praksis, jf. § 43 i lov om finansiel virksomhed ved i de fakta-ark, der var udarbejdet til udlevering til kunder om de strukturerede obligationer [...] og [...], at give investorerne en misvisende og utilstrækkelig beskrivelse af forholdene for indløsning, herunder risikoen for ikke at blive indløst til kurs 100. Tilsynet fandt, at fakta-arkene ikke indeholdt en afbalanceret beskrivelse af produkterne og de risici, der er knyttet til en investering i produkterne.

Erklæringer fra Finanstilsynet om, hvad tilsynet anser som gældende ret, er ikke i sig selv afgørelser, der kan påklages til Erhvervsankenævnet. Den foreliggende påtale fra Finanstilsynet er ikke afgivet som led i en almindelig vejledningspligt, men for at få K A/S til at agere på en bestemt måde, som ifølge Finanstilsynet er i overensstemmelse med gældende ret. Påtalen indgår dermed som en målrettet del af hele det tilsynsarbejde, som fremgår af kapitel 21 i lov om finansiel virksomhed.

I hvert fald under disse omstændigheder finder ankenævnet, at klageren har en saglig interesse i at få ankenævnets prøvelse af, om der har været det fornødne grundlag for påtalen. Nævnet realitetsbehandler på den baggrund klagen.

Finanstilsynet kan efter de foreliggende oplysninger ikke anses for at have tilsidesat sagsbehandlingsregler med den virkning, at den meddelte påtale skal bortfalde.

Erhvervsankenævnet finder i lighed med Finanstilsynet, at det følger af § 43 i lov om finansiell virksomhed, at fakta-arkene udarbejdet til udlevering til kunder om de omhandlede obligationer i sig selv burde have givet et afbalanceret billede af produktet og de risici, der var forbundet med investeringer heri, herunder af risikoen for at indfrielse ikke kunne ske til kurs 100, og at det således ikke var tilstrækkeligt med hensyn til beskrivelsen af risici blot at henvise til det underliggende prospekt.

Ankenævnet tiltræder herefter - med den af Finanstilsynet ved skrivelsen af 19. marts 2010 anførte begrundelse - tilsynets påtale, hvorefter K har handlet i strid med redelig forretningsskik og god praksis, jf. § 43, stk. 1, i lov om finansiell virksomhed.