

Kendelse af 5. november 2012 (J.nr. 2012-0031859)

Udøvede aktiviteter krævede tilladelse som værdipapirhandler.

Lov om finansiel virksomhed, § 9.

(Elisabeth Stamer, Preben Lund Hansen og Steen Mejer)

Ved skrivelse af 14. maj 2012 har advokat A på vegne af K A/S klaget over Finanstilsynets afgørelse af 10. maj 2012. Ifølge afgørelsen udfører K A/S aktiviteter, som er omfattet af bilag 4, afsnit A, til lov om finansiel virksomhed, med et instrument, som er omfattet af lovens bilag 5, idet K A/S for investorers regning modtager og formidler ordrer vedrørende aktier, hvilket kræver tilladelse som værdipapirhandler. Tilsynet meddelte samtidigt K A/S, at selskabet skal ophøre med aktiviteterne, indtil eventuel tilladelse som fondsmæglerselskab er opnået.

Sagens omstændigheder:

I Finanstilsynets afgørelse af 10. maj 2012 hedder det:

”K A/S’ aktiviteter

Afgørelse

Det er Finanstilsynets vurdering, at K A/S udfører aktiviteter som er omfattet af bilag 4, afsnit A, til lov om finansiel virksomhed, med et instrument, som er omfattet af lovens bilag 5, idet K A/S for investorers regning modtager og formidler ordrer vedrørende aktier.

Virksomheder, der for tredjemand udøver aktiviteter som nævnt i bilag 4, afsnit A, til lov om finansiel virksomhed, skal have tilladelse som værdipapirhandler, jf. lovens § 9, stk. 1.

K A/S skal derfor ophøre med at udføre modtagelse og formidling af ordrer vedrørende aktier, indtil eventuel tilladelse som fondsmæglerselskab er opnået.

Sagsfremstilling

I januar 2012 konstaterede Finanstilsynet, at det af K A/S’ hjemmeside <http://K.com> fremgår, at selskabet ”tilbyder danske investorer mulighed for at investere i solenergi-projekter i flere europæiske lande” samt, at ”K A/S udbyder to typer af projekter - A/S og K/S”.

Det fremgår ligeledes af K A/S' hjemmeside, at "Uanset hvor i investeringsprocessen du måtte befinde dig, står K's investeringsrådgivere til rådighed. Investeringsrådgiverne uddyber gerne fordele og ulemper ved de aktuelle projekter, hvor og hvornår det passer dig. Husk at vores rådgivning er 100% uforpligtende".

I brev af 31. januar 2012 henledte Finanstilsynet derfor selskabets opmærksomhed på, at virksomheder, der for tredjemand udøver værdipapirhandelsaktiviteter, skal have tilladelse som værdipapirhandlere.

Derudover anmodede Finanstilsynet K A/S om at oplyse, hvorvidt selskabet modtager og formidler ordrer for investorers regning vedrørende omsættelige værdipapirer. Videre anmodede Finanstilsynet selskabet om at oplyse, hvorvidt selskabet udfører rådgivning til kunder om det fordelagtige i at købe aktier eller K/S-anparten i selskaber, som har investeret i europæiske solcelleanlæg.

I brev af 17. februar 2012 oplyste selskabet bl.a., at K A/S' aktiviteter vedrører aktier og K/S-anparten, som selskabet betragter som ikke-negotiable, idet der for de pågældende instrumenter gælder omfattende omsættelighedsbegrænsninger, herunder vedtægtsbestemt forkøbsret samt krav om samtykke forud for overdragelser.

Videre blev det oplyst, at der er tale om projekter, omfattende specifikke solcelleanlæg, som selskabet formidler, og ikke finansielle instrumenter som sådan.

I relation til investeringsrådgivning oplyste selskabet, at det ikke udfører investeringsrådgivning, jf. bilag 4, afsnit A, nr. 5, til lov om finansiel virksomhed, idet selskabet alene giver "generel information om instrumenter i solcelleprojekter".

Finanstilsynet oplyste derfor i brev af 16. marts 2012 selskabet om, at aktier i aktieselskaber efter tilsynets opfattelse som udgangspunkt altid vil være at betragte som et omsætteligt værdipapir og, at det er irrelevant, om den konkrete aktie er undergivet omsætningsbegrænsninger i vedtægterne.

For så vidt angår andele i K/S-anpartsselskaber, oplyste Finanstilsynet, at det var tilsynets vurdering, at andele i K/S-anpartsselskaber med flere end 10 deltagere er at sidestille med aktier og dermed er omfattet af bilag 5, nr. 1, litra a, til lov om finansiel virksomhed.

Finanstilsynet anmodede blandt andet selskabet om at oplyse, hvor store andele investorerne typisk køber i selskaberne.

Selskabet har i e-mail af 27. marts 2012 oplyst, at investorernes minimumsindskud uanset typen af projekt (A/S eller K/S) er på 400 t.kr., og at en gennemsnitlig investor køber ejerandele for omkring 1.000 t.kr., men at der ikke er noget loft over, hvor stor en investering kan være.

Finanstilsynet har i e-mail af 10. april 2012 anmodet selskabet om at oplyse, hvor stor en ejerandel i procent investorerne som regel erhverver af det pågældende aktieselskab eller K/S, og selskabet har svaret herpå i e-mail af 20. april 2012. Af svaret fremgår, at den typiske ejerandel er på 10 pct., men at det kan svinge helt fra 1 til 40 pct.

Endelig har Finanstilsynet i e-mail af 26. april 2012 anmodet selskabet om at oplyse, hvorvidt der er flere end 10 deltagere i de kommanditselskaber, som selskabet formidler.

Selskabet har i e-mail af samme dag oplyst, at der aldrig er mere end 10 anpartshavere i de kommanditselskaber, som selskabet formidler.

Retligt grundlag

Som hovedregel skal virksomheder, der for tredjemand udøver aktiviteter som nævnt i bilag 4, afsnit A, til lov om finansiel virksomhed, jf. lovens § 9, stk. 1, have tilladelse som værdipapirhandler.

Ifølge bilag 4, afsnit A, nr. 1, til lov om finansiel virksomhed kræver det blandt andet tilladelse som værdipapirhandler at modtage og formidle ordrer for investorers regning vedrørende et eller flere af de i bilag 5 nævnte instrumenter, herunder aktier i selskaber samt andre værdipapirer, der kan sidestilles med aktier i selskaber, jf. lovens bilag 5, nr. 1, litra a.

Det kræver tillige tilladelse som værdipapirhandler, hvis selskabet derudover udfører investeringsrådgivning, jf. bilag 4, afsnit A, nr. 5, til lov om finansiel virksomhed med instrumenter omfattet af lovens bilag 5.

Det fremgår af § 3, stk. 2, nr. 1, samt § 4, stk. 2, nr. 1, i bekendtgørelse nr. 1020 af 1. november 2011 om, hvilke instrumenter og kontrakter ud over dem, der er nævnt i bilag 5 til lov om finansiel virksomhed, pengeinstitutter og fondsmæglerselskaber må udføre tjenesteydelser med, at fondsmægler-selskaber og pengeinstitutter kan få tilladelse til at udøve visse aktiviteter med anparter i kommanditselskaber med højst 10 deltagere. Heraf følger, at anparter i kommanditselskaber med højst 10 deltagere ikke er at betragte som et finansielt instrument omfattet af bilag 5.

Det fremgår af § 9, stk. 3, 1. pkt., i lov om finansiel virksomhed, at værdipapirhandlere m.v. har eneret til at udføre de i bilag 4, afsnit A, nævnte aktiviteter med de i bilag 5 nævnte instrumenter (værdipapirer) m.v. på erhvervsmæssigt grundlag for tredjemand.

Vurdering

K A/S' hovederhverv består i at modtage og formidle ordrer til investorer vedrørende aktier samt anparter i kommanditselskaber, som investerer i solcelleanlæg.

Udgangspunktet i § 9, stk. 1, i lov om finansiel virksomhed er, at det kræver tilladelse som værdipapirhandler at udføre aktiviteter omfattet af bilag 4, afsnit A, til lov om finansiel virksomhed for tredjemand. Omfattet af lovens bilag 4, afsnit A, er aktiviteten modtagelse og formidling af ordrer vedrørende finansielle instrumenter nævnt i lovens bilag 5, herunder aktier i selskaber og andre værdipapirer, der kan sidestilles med aktier.

Selskabet formidler anparter i kommanditselskaber. Det er imidlertid oplyst, at selskabet alene formidler anparter i kommanditselskaber med højst 10 deltagere. Det kræver ikke tilladelse som værdipapirhandler at formidle anparter i kommanditselskaber med højst 10 deltagere, idet sådanne anparter ikke er at betragte som et finansielt instrument, der kan sidestilles med aktier, jf. bilag 5, nr. 1, litra a, til lov om finansiel virksomhed.

Det er Finanstilsynets vurdering, at selskabets formidling af K/S-anparter derfor ikke kræver tilladelse i henhold til § 9, stk. 1, til lov om finansiel virksomhed.

Derudover formidler selskabet aktier i aktieselskaber. Selskabet har som det fremgår under sagsfremstillingen oplyst, at det ikke vurderer, at de aktier, som bliver formidlet er at betragte som omsættelige værdipapirer, idet aktierne er undergivet omsætningsbegrænsninger i vedtægterne.

Som det fremgår af Finanstilsynets svar af 16. marts 2012 til selskabet, er det imidlertid Finanstilsynets opfattelse, at en aktie som udgangspunkt altid vil være at betragte som et omsætteligt værdipapir. Aktier er således specifikt nævnt i bilag 5, nr. 1, litra a, til lov om finansiel virksomhed, og det fremgår ikke af loven eller dets bemærkninger, at aktier, der er undergivet omsætningsbegrænsninger, ikke er omfattet af bilag 5, nr. 1, litra a, til lov om finansiel virksomhed.

Det er derfor fortsat Finanstilsynets opfattelse, at det er irrelevant, om den konkrete aktie er undergivet omsætningsbegrænsninger i vedtægterne.

Finanstilsynet har som nævnt i en tidligere sag afgjort, at det ikke kræver tilladelse at formidle aktier i et aktieselskab, hvis formål er at eje og drive en enkelt ejendom. Det må derfor antages, at det heller ikke vil kræve tilladelse som værdipapirhandler at formidle samtlige aktier i et aktieselskab, hvis formål er at eje og drive et enkelt solcelleanlæg.

Selskabet har oplyst, at investorenes typiske ejerandel er på 10 pct., men at det kan svinge helt fra 1 til 40 pct. Det er imidlertid Finanstilsynets vurdering, at der vil være tale om formidling af omsættelige værdipapirer, og ikke af solenergiprojekter så sådan, idet investorerne ikke opnår majoriteten af de pågældende aktieselskaber. Det må således antages, at den enkelte investor ikke har mulighed at drive det pågældende selskab.

Selskabet har endvidere oplyst, at det er selskabets fornemmelse, at hensigten med investorenes køb er investering, og at investorerne primært er

motiveret af det økonomiske afkast, der kan opnås igennem et ejerskab af et selskab, som investerer i et solcelleanlæg.

Det er derfor Finanstilsynets vurdering, at de pågældende aktier er omsættelige værdipapirer, og at der dermed ikke er tale om at formidle projekter som sådan.

På den baggrund er det Finanstilsynets vurdering, at K A/S udfører aktiviteter i henhold til bilag 4, afsnit A, nr. 1, til lov om finansiel virksomhed med et instrument omfattet af lovens bilag 5, nr. 1.

I relation til udførelse af rådgivning har selskabet oplyst, at selskabet udelukkende giver generel information om solcelleprojekter, og dermed ikke giver personlige anbefalinger til kunder (enten på anmodning af kunden eller på selskabets eget initiativ). Selskabet udfører således ikke ifølge det oplyste investeringsrådgivning, jf. bilag 4, afsnit A, nr. 5, til lov om finansiel virksomhed.

Det kræver ikke tilladelse som værdipapirhandler (eller investeringsrådgiver) at udføre investeringsrådgivning vedrørende anparter i kommanditselskaber med højst 10 deltagere, idet sådanne anparter som nævnt ikke er at betragte som et finansielt instrument, der kan sidestilles med aktier, jf. bilag 5, nr. 1, litra a, til lov om finansiel virksomhed.

Selskabet vil derfor kunne give personlige anbefalinger til kunder af en eller flere transaktioner i tilknytning til anparter i kommanditselskaber med højst 10 deltagere uden tilladelse fra Finanstilsynet.

Da det er Finanstilsynets vurdering, at selskabets aktiviteter med at modtage og formidle ordrer i aktier ikke er tilladt, medmindre selskabet har en tilladelse hertil i medfør af § 9, stk. 1, i lov om finansiel virksomhed, påbyder Finanstilsynet selskabet at ophøre med at udføre aktiviteterne, indtil eventuel tilladelse som fondsmæglerselskab er opnået.

Finanstilsynet skal i den forbindelse henlede opmærksomheden på, at fondsmæglerselskaber udelukkende må udføre aktiviteter, som er omfattet af bilag 4 til lov om finansiel virksomhed.

Selskabet kan fortsat formidle og rådgive om anparter i kommanditselskaber med højst 10 deltagere, idet sådanne anparter ikke er at betragte som et finansielt instrument omfattet af bilag 5 til lov om finansiel virksomhed.

...”

I skrivelse af 14. maj 2012 har advokat A klaget over afgørelsen, og i den forbindelse anført:

” ...

En gennemarbejdet begrundelse fremsendes snarest og senest inden 4 uger fristens udløb.

Jeg skal anmode ankenævnet eller dets formand om at tillægge klagen opsættende virkning, idet afgørelsen på alle måder er ødelæggende for min klients virksomhed.

Jeg skal anmode om en stillingtagen hertil straks.

Endelig skal det loyalt oplyses, at min klient har iværksat en markedsføringskampagne, som ikke kan stoppes, og at der naturligvis ikke iværksættes nye tiltag forinden:

- der foreligger en stillingtagen til ovennævnte,
- klagen er afgjort til min klients fordel, eller
- der er fundet en anden løsning på problemstillingen.

...”

Erhvervsankenævnet har fra klager ikke modtaget den bebudede skrivelse med en ”gennemarbejdet begrundelse”, men advokat A har i forbindelse med ankenævnets opfordring til at fremkomme med bemærkninger vedrørende spørgsmålet om opsættende virkning i skrivelse af 31. maj 2012 anført:

”...

Generelt

Det påpeges, at afgørelsen efter min og K A/S’ opfattelse er forkert, og derfor ikke før den er endelig, bør effektueres.

På trods heraf, arbejder K A/S på, i perioden med Erhvervsankenævnets behandling, at opnå den fornødne licens, således, at hvis en afgørelse om ”opsættende virkning” går K A/S imod, der fortsat kan drives virksomhed med fuld bemanning, og muligheder på ”hylderne”.

Disse bestræbelser skal IKKE ses som en anerkendelse af Finanstilsynets afgørelse.

Til støtte for K A/S’ synspunkt om, at klagen skal tillægges opsættende virkning, skal der anføres, at:

Generelle momenter

K A/S er pt. markedets største udbyder af K/S og A/S projekter i solcelleanlæg,

K A/S er en af markedets dybt seriøse parter,

K A/S arbejder på, at der dannes en brancheorganisation, således at standarderne i branchen kan højnes,

K A/S har tegnet professionel ansvarsforsikring for finansiel virksomhed.

Ejerne af K A/S, B og C, har via deres tidligere ejerskab af D [fondsmæglerselskab], dokumenterbart opfyldt alle tænkelige betingelser, herunder "Fit and Proper".

Der er indledt forhandlinger om generhvervelse af et fondsmægler selskab, og det er helt sikkert, at ejerne bag K A/S fortsat opfylder betingelserne til godkendelse heraf.

Konkrete momenter

K A/S er som følge af afgørelsen begrænset i at drive minimum 50 % af sin virksomhed, idet halvdelen af "varerne" er forsvundet fra hylderne.

Dette forventes at påvirke K A/S' omsætning i væsentlig grad.

Halvdelen af K A/S medarbejdere er p.t. overflødige.

Disse samt øvrige generelle omkostninger skal tilpasses.

Dette forventes at påvirke K A/S' indtjening i væsentlig grad.

Sammenfattende

Hvis ikke klagen tillægges opsættende virkning, vil det påvirke K A/S' virksomhed i meget høj grad, og det vil ikke være muligt at drive virksomheden videre med samme set-up som p.t. Alternativt, vil en manglende tillæggelse af opsættende virkning have den meget drastiske konsekvens, at det vil være nødvendigt at gennemføre et køb af et fondsmæglerselskab, som efter min og K A/S' opfattelse herefter vil skulle afhændes, når den endelige afgørelse foreligger.

Det er derfor min opfattelse, at "særlige grunde" i høj grad taler for at tillægge klagen opsættende virkning.

...

Den 5. juli 2012 har Erhvervsankenævnet truffet afgørelse om ikke at imødekomme K A/S' anmodning om at tillægge klagen opsættende virkning.

I anledning af klagen har Finanstilsynet i en redegørelse af 25. juni 2012 udtalt:

...

2. Retligt grundlag

Det fremgår af § 9, stk. 1, i lov om finansiel virksomhed, jf. lovbekendtgørelse nr. 885 af 8. august 2011 med de ændringer som følger af lov nr. 155 af 28. februar 2012 samt lov nr. 273 af 27. marts 2012, at virksomheder, der for tredjemand udøver aktiviteter som nævnt i lovens bilag 4, afsnit A, er værdipapirhandlere og skal have tilladelse som værdipapirhandlere.

Det følger endvidere af § 9, stk. 3, 1. pkt., i lov om finansiel virksomhed, at værdipapirhandlere m.v. har eneret til at udføre de i bilag 4, afsnit A, nævnte aktiviteter med de i bilag 5 nævnte instrumenter (værdipapirer) på erhvervsmæssigt grundlag for tredjemand.

Ifølge lov om finansiel virksomhed bilag 4, afsnit A, nr. 1, er modtagelse og formidling af ordrer, hvor det pågældende instrument er omfattet af ovennævnte bilag 5, aktiviteter, der kræver tilladelse som værdipapirhandler. Listen i bilag 5 omfatter blandt andet omsættelige værdipapirer (bortset fra betalingsinstrumenter), der kan handles på kapitalmarkedet, herunder aktier i selskaber og andre værdipapirer, der kan sidestilles med aktier i selskaber, partnerskaber og andre foretagender, samt aktiebeviser, jf. lovens bilag 5, nr. 1, litra a.

Af § 48, stk. 1, i lov nr. 322 af 11. april 2011 om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven) følger, at kapitalandele er frit omsættelige og ikke indløselige, medmindre andet følger af lovgivningen. Af § 48, stk. 2, fremgår endvidere, at kapitalandele kan udstedes på navn, og at vedtægterne i så fald kan fastsætte begrænsninger i omsætteligheden eller bestemmelser vedrørende indløsning.

3. Vurdering

Omsættelige værdipapirer:

Som nævnt ovenfor har K A/S over for Finanstilsynet anført, at det, at de af selskabet udbudte aktier er underlagt omsætningsbegrænsninger i form af vedtægtsbestemt forkøbsret samt krav om samtykke forud for overdragelser, bevirker, at der er tale om ikke-omsættelige værdipapirer.

Hertil henledes opmærksomheden på ovenfor anførte bemærkninger vedrørende § 48 i selskabsloven, hvorefter kapitalandele er frit omsættelige og ikke indløselige, medmindre andet følger af lovgivningen, jf. stk. 1.

Vedrørende bilag 5 til lov om finansiel virksomhed bemærkes:

Det fremgår ikke af lov om finansiel virksomhed eller lovens bemærkninger, at der er aktier, som ikke er omfattet af bilag 5, nr. 1, litra a, til lov om finansiel virksomhed.

Som angivet ovenfor er omsættelige værdipapirer, der kan handles på kapitalmarkedet, herunder aktier, omfattet af bilag 5 til lov om finansiel virksomhed. Bilaget er en implementering af direktiv 2004/39/EF af 21. april

2004 om markeder for finansielle instrumenter (MiFID), og det følger af direktivets artikel 4, stk. 1, nr. 18, at værdipapirer defineres som de kategorier af værdipapirer, der kan omsættes på kapitalmarkedet (bortset fra betalingsinstrumenter), som f.eks. er aktier i selskaber.

Begrebet kapitalmarkedet er ikke defineret nærmere i MiFID eller i dansk lovgivning, men det fremgår af bemærkningerne til § 2 i lov om værdipapirhandler m.v. (1994/1 LSF 250), at ønsket med § 2, stk. 1, nr. 1, litra a, (der er enslydende med bilag 5, nr. 1, litra a, i lov om finansiell virksomhed) har været at fastlægge et bredt værdipapirbegreb.

Slutteligt fremgår det af § 5 i selskabsloven, at aktier i et aktieselskab kan udbydes til offentligheden, hvorimod anparter i et anpartsselskab ikke kan udbydes til offentligheden, jf. lovens § 1, stk. 3. I overensstemmelse med denne begrænsning er anparter i et anpartsselskab ikke omfattet af lov om finansiell virksomhed, bilag 5, nr. 1, litra a.

Handel med aktier eller handel med projekter

Som nævnt under sagsfremstillingen, har K A/S over for Finanstilsynet anført, at selskabet ikke skal have tilladelse som værdipapirhandler, idet selskabet formidler projekter omfattende specifikke solcelleanlæg og ikke finansielle instrumenter som sådan.

Selskabet har oplyst, at investorernes typiske ejerandel er på 10 pct., men at det kan svinge fra 1 til 40 pct.

Finanstilsynet udtalte i en afgørelse af 18. juni 1997 følgende i forbindelse med et spørgsmål om formidling af aktier, der vedrørte investering i fast ejendom:

”Der kræves ikke tilladelse til formidling af aktier i aktieselskaber, hvis formål er at eje og drive en enkelt ejendom, såfremt det første udbud ikke er omfattet af kapitel 12 i lov om værdipapirhandel m.v. Finanstilsynet har herved lagt vægt på, at det i disse tilfælde i realiteten er den enkelte ejendom, der omsættes, mens der ikke er tale om et offentligt udbud”.

Der var således i den konkrete sag en formodning for, at formålet med handlen var handel med en ejendom og ikke handel med værdipapirer, hvilket set i forhold til nærværende sag betyder, at det som udgangspunkt ikke ville kræve tilladelse som værdipapirhandler at formidle aktier i et aktieselskab, hvis formål er at eje og drive et enkelt solcelleanlæg, idet formålet her ville antages at være handel med et solcelleanlæg og ikke de bagvedliggende aktier.

Da K A/S formidler alt mellem 1-40% af aktiekapitalen i de udbudte selskaber, er det Finanstilsynets vurdering, at der er tale om, at man formidler værdipapirer og ikke solenergi projekter som sådan. Det antages, at den enkelte investor med en ejerandel på mellem 1 og 40 pct. ikke har mulighed

for at drive eller deltage i driften det pågældende selskab, hvilket K A/S i øvrigt heller ikke har bestridt. Selskabet har således netop oplyst, at det er selskabets fornemmelse, at hensigten med investorernes køb er investering, og at investorerne primært er motiveret af det økonomiske afkast, der kan opnås igennem et ejerskab af et selskab, som investerer i et solcelleanlæg.

Om de forbrugerretlige konsekvenser af tilladelsen som værdipapirhandler

K A/S' hovederhverv består som nævnt blandt andet i at modtage og formidle ordrer til investorer vedrørende aktier i selskaber, som investerer i solcelleanlæg.

Jf. det ovenfor under afsnit 2 beskrevne, følger det af § 9, stk. 1, i lov om finansiel virksomhed, at det kræver tilladelse som værdipapirhandler at udføre aktiviteter omfattet af bilag 4, afsnit A, til lov om finansiel virksomhed for tredjemand. Omfattet af lovens bilag 4, afsnit A, er blandt andet modtagelse og formidling af ordrer vedrørende finansielle instrumenter, som er nævnt i lovens bilag 5.

Hensynet bag kravet om, at virksomheder, som handler med værdipapirer, skal have tilladelse hertil og desuden være underlagt et omfattende regelsæt, er et ønske om at beskytte investorerne samt at sikre det finansielle systems stabilitet.

Det fremgår af § 17 i bekendtgørelse nr. 768 af 27. juni 2011 om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel, at værdipapirhandlere, når de udfører eller formidler ordrer for en detailkunde uden at yde investeringsrådgivning eller porteføljepleje, skal udbede sig oplysninger fra kunden om dennes kendskab til og erfaring på det investeringsområde, som er relevant for den type produkt eller tjenesteydelse, der udbydes eller efterspørges. På baggrund af oplysningerne skal værdipapirhandleren vurdere, om det påtænkte produkt eller den påtænkte tjenesteydelse er hensigtsmæssig for kunden (hensigtsmæssighedstest).

I henhold til § 3, stk. 1, i bekendtgørelse nr. 811 af 30. juni 2011 om værdipapirhandleres udførelse af ordrer skal værdipapirhandlere ved udførelse af modtagne ordrer træffe alle rimelige foranstaltninger for at opnå det efter omstændighederne bedst mulige resultat for sine kunder, idet der tages hensyn til pris, omkostninger, hurtighed, gennemførelses- og afregningssandsynlighed, omfang, art og andre forhold, der er relevante for udførelsen af ordren ("best execution").

Såfremt aktierne i de selskaber, som K A/S formidler, ikke skulle være at betragte som omsættelige værdipapirer, omfattet af bilag 5, nr. 1, til lov om finansiel virksomhed, ville investorerne blandt andet ikke have krav på investorbeskyttelse, herunder krav om at hensigtsmæssighedstest, jf. § 17, i bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel. Det samme gælder kravene til "best execution", herunder kravet om, at værdipapirhandlere skal gøre, hvad de kan for at opnå det bedst mulige resultat for kunden, jf. § 3, stk. 1, i bekendtgørelse om værdipapirhandleres udførelse af ordrer.

4. Konklusion

Finanstilsynet fastholder på baggrund af ovennævnte betragtninger sin afgørelse af 10. maj 2012, hvorefter K A/S handler med værdipapirer og ikke med formidling af projekter, og hvorefter de handlede aktier er omsættelige værdipapirer i henhold til lov om finansiel virksomhed, bilag 5. Der henvises til ovenstående bemærkninger vedrørende § 48 i selskabsloven, hvorefter kapitalandele er frit omsættelige og ikke indløselige, med mindre andet følger af lovgivningen.

Finanstilsynet bemærker endvidere, at det vurderes, at der vil være en væsentlig risiko for omgåelse af kravet om tilladelse for værdipapirhandlere, hvis omsætningsbegrænsninger i et aktieselskabs vedtægter betød, at aktien ikke skulle betragtes som et omsætteligt værdipapir omfattet af bilag 5, nr. 1, litra a, til lov om finansiel virksomhed. En virksomhed ville derved kunne formidle aktier uden krav om tilladelse som værdipapirhandler, hvorefter vedtægterne efterfølgende ville kunne ændres til ikke længere at indeholde omsætningsbegrænsninger.

...

Klager er ikke fremkommet med yderligere bemærkninger. Finanstilsynet har den 26. juli 2012 sendt kopi af tilsynets skrivelse af samme dato til K A/S. Det fremgår heraf, at K A/S anmodes om øjeblikkeligt at ophøre med at udføre modtagelse og formidling af ordrer vedrørende aktier, indtil eventuel tilladelse som fondsmæggerselskab er opnået, eller indtil selskabet eventuelt har fået medhold i den fremsendte klage til Erhvervsankenævnet.

Ankenævnet udtaler:

Det følger af § 9 i lov om finansiel virksomhed, at virksomheder, der for tredjemand udøver aktiviteter som nævnt i bilag 4, afsnit A, til lov om finansiel virksomhed, er værdipapirhandlere og skal have tilladelse som værdipapirhandlere.

Lovens bilag 4, afsnit A, nr. 1, omhandler modtagelse og formidling for investorers regning af ordrer vedrørende et eller flere af de i bilag 5 nævnte instrumenter. Bilag 5, nr. 1, litra a, omhandler blandt andet aktier i selskaber.

Da K A/S for investorers regning modtager og formidler ordrer vedrørende aktier, udgør dette herefter en overtrædelse af § 9 i lov om finansiel virksomhed.

Det bemærkes herved, at de af klager anførte begrænsninger i omsætteligheden af aktierne i form af vedtægtsbestemt forkøbsret og krav om samtykke forud for overdragelser efter ankenævnets opfattelse ikke medfører, at aktierne ikke er omfattet af bilag 5, nr. 1, litra a. Det bemærkes endvidere, at der - under hensyn til at investorernes ejerandel kan svinge fra 1 til 40 procent - findes at være tale om formidling af værdipapirer og ikke af solenergi projekter.

Ankenævnet stadfæster således Finanstilsynets afgørelse af 10. maj 2012 med den i afgørelsen og den i tilsynets redegørelse af 25. juni 2012 anførte begrundelse.