

Bestyrelsen og direktionen for
Fondsmæglerselskabet LD Invest A/S
Vendersgade 28
1363 København K

12. oktober 2010

Ref. TAS

J.nr. 6550-0028

Rådgivning om unoterede investeringer

1. Afgørelse

Finanstilsynet påbyder Fondsmæglerselskabet LD Invest A/S i henhold til § 9, stk. 2, 2. pkt., i lov om finansiel virksomhed:

1. Deltagelse i bestyrelsesarbejde

At sikre, at det ikke indgår som en tjenesteydelse at lade selskabets ansatte påtage sig bestyrelseshverv i de virksomheder, som kunderne investerer i. Selskabets ansatte kan under iagttagelse af bestemmelserne i § 80 i lov om finansiel virksomhed lade sig vælge til virksomhedernes bestyrelser, men bestyrelseshvervet skal i så fald varetages uafhængigt af ansættelsen i selskabet, sådan at interessekonflikter undgås. Dette indebærer blandt andet, at bestyrelseserhvervet ikke må varetages i arbejdstiden, og at eventuelt bestyrelseshonorar ikke må tilfalde selskabet.

2. Udøvelse af kunders ejerbeføjelser på generalforsamlinger

At sikre, at selskabets ansatte i kraft af deres ansættelsesforhold ikke i henhold til ubegrænsede fuldmagter fra en eller flere kunder udøver bestemmende indflydelse som defineret i § 7, stk. 3, i lov om aktie- og anpartsselskaber i virksomheder, som kunderne investerer i. Dette gælder dog kun, såfremt selskabets ansatte i henhold til bemyndigelse og fuldmagt er tillagt beføjelse til selv at vurdere, hvordan han/hun skal agere.

3. Involvering i aftaler og dokumenter m.m.

At sikre, at det ikke indgår som en tjenesteydelse, og heller ikke fremgår af aftalegrundlaget med kunderne, at selskabets ansatte på egen hånd kan forhandle og indgå andre aftaler, end de, der er nødvendige og sædvanlige i forbindelse med køb og salg af virksomheder. Selskabets ansatte må således heller ikke modtage fuldmagt til at repræsentere kunderne på møder med eksterne parter i spørgsmål, som vedrører andet end det, der er nødvendigt og sædvanligt i forbindelse med køb og salg af virksomheder.

FINANSTILSYNET
Århusgade 110
2100 København Ø

Tlf 33 55 82 82
Fax 33 55 82 00
CVR-nr 10 59 81 84
finansstilsynet@ftnet.dk
www.finanstilsynet.dk

**ØKONOMI- OG
ERHVERVS MINISTERIET**

At sikre, at selskabet ikke konciperer dokumenter, men alene yder rådgivning af mere overordnet og generel karakter.

4. Hjemmeside

At sikre, at beskrivelsen af forretningsområdet LD Invest Equity på selskabets hjemmeside ikke efterlader det indtryk, at det i strid med § 9, stk. 2, 2. pkt., i lov om finansielvirksomhed er en del af selskabets tjenesteydelser at deltage i udviklingen af de virksomheder, som kunderne investerer i, herunder involvere sig i beslutninger som vedrører virksomhedernes ledelse, forretningsplan og finansieringsforhold. Dette indebærer, at der ikke må anvendes formuleringer på selskabets hjemmeside svarende til formuleringerne gengivet under sagsfremstillingens afsnit om selskabets hjemmeside, som kan efterlade et sådant indtryk, herunder at sådanne formuleringer skal fjernes fra selskabets hjemmeside.

Fondsmæglerselskabet LD Invest A/S skal over for Finanstilsynet afgive følgende erklæringer:

- Senest den 17. december 2010 skal direktionen over for Finanstilsynet erklære, at selskabet har opfyldt påbud 1-3. Bestyrelsen og direktionen skal samtidig redegøre for, hvordan selskabet har opfyldt påbuddene.
- Senest den 20. oktober 2010 skal direktionen over for Finanstilsynet erklære, at selskabet har opfyldt påbud 4. Bestyrelsen og direktionen skal samtidig redegøre for, hvordan selskabet har opfyldt påbuddet.

Afgørelsen, der har været forelagt Det Finansielle Virksomhedsråd, læner sig op ad Finanstilsynets afgørelse af 19. maj 2008, som også har været forelagt Det Finansielle Virksomhedsråd, og som indebærer, at et fondsmæglerselskab på ingen måde må deltage i styringen, driften og indretningen af virksomheder, som fondsmæglerselskabets kunder investerer i.

Finanstilsynets afgørelse over for Fondsmæglerselskabet LD Invest A/S afviger derfor fra afgørelsen af 19. maj 2008 derved, at det efter afgørelsen over for Fondsmæglerselskabet LD Invest A/S er muligt for et fondsmæglerselskab at foreslå konkrete personer til bestyrelserne for virksomheder, som kunderne investerer i, så længe fondsmæglerselskabet ikke som en tjenesteydelse tilbyder at sammensætte ledelserne i andre virksomheder eller deltage i andre virksomheders ledelser.

Afgørelsen er truffet på baggrund af en ordinær inspektion i Fondsmæglerselskabet LD Invest A/S, som fokuserede på selskabets rådgivning om unoterede investeringer. Afgørelsen skal derfor ikke tages som udtryk for, at ydelserne omfattet af påbud 1-3 kan ydes i tilknytning til rådgivning om noterede investeringer.

Fondsmæglerselskabet LD Invest A/S har tilkendegivet, at det er selskabets opfattelse, at der i lov om finansiel virksomhed ikke er hjemmel til at sondre mellem den rådgivning og de ydelser, et fondsmæglerselskab kan levere i relation til henholdsvis selskaber, som er optaget til handel på et reguleret marked, og selskaber, som ikke er optaget til handel på et reguleret marked.

Finanstilsynet deler selskabets opfattelse.

2. Sagsfremstilling

Fondsmæglerselskabet LD Invest A/S har ultimo 2008 rettet henvendelse til Finanstilsynet for at høre, om tilsynets afgørelse af 19. maj 2008, som vedrører fondsmæglerselskabers mulighed for at deltage i udøvelsen af kunders ejerbeføjelser, har konsekvenser for den aktivitet, som udøves i forretningsområdet LD Invest Equity, som rådgiver om unoterede investeringer. Finanstilsynet har besvaret henvendelsen primo 2009 og spørgsmålet er efterfølgende blevet drøftet på et møde medio 2009 og igen på et møde ultimo 2009, hvorefter det blev besluttet at behandle spørgsmålet særskilt på en ordinær inspektion primo 2010.

Ad påbud 1. Deltagelse i bestyrelsesarbejde

På inspektionen er det oplyst, at LD Invest Equity har fokus på udvælgelse af de virksomheder, som kunderne investerer i, samt løbende opfølgning på investeringerne med henblik på at forberede kundernes exit. Det er oplyst, at størstedelen af indsatsen ligger ved udvælgelsen og ved kundernes exit.

Yderligere er det på inspektionen oplyst, at den løbende opfølgning på kundernes investeringer omfatter opfølgning på, at investeringerne udvikler sig som forventet samt rådgivning om, hvordan der skal forholdes, hvis de ikke udvikler sig som forventet. Denne rådgivning kan omfatte corporate finance forhold.

Ovenstående fremgår også af selskabets forretningsgange for rådgivning om unoterede investeringer. Blandt andet fremgår det, at selskabet kan rådgive om investeringernes forløb og optimering heraf med henblik på at maksimere værdien af de selskaber, som kunderne investerer i, forud for exit. Rådgivningen kan vedrøre væsentlige forhold i de virksomheder, som kunderne investerer i.

På inspektionen blev det oplyst, at selskabet ikke deltager i styringen og driften af de virksomheder, som kunden investerer i, men at selskabets ansatte løbende holder kontakt med øvrige aktionærer og ledelsen i de virksomheder, som kunderne investerer i. Af instrukserne for de ansatte i LD Invest Equity fremgår også, at selskabets ansatte om muligt enten skal indtræde i bestyrelserne for de virksomheder, som kunderne investerer i, eller deltage som observatør på bestyrelsesmøderne. Det er på inspektionen oplyst, at eventuelle bestyrelseshonorarer ikke tilgår selskabets ansatte, men tilgår selskabet, dog sådan at bestyrelseshonoraret fragår honoraret for rådgivningen af kunderne. Selskabet har efterfølgende begrundet dette med, at den ansatte deltager i eventuelle bestyrelsesmøder i sin arbejdstid, og at den ansatte således ville få dobbeltbetaling, hvis den ansatte også modtog et bestyrelseshonorar.

Det er på inspektionen oplyst, at selskabet også kan foreslå konkrete personer, som kan indtræde i ledelsen af de virksomheder, som kunderne investerer i. Dette fremgår også af selskabets hjemmeside, www.ld-invest.dk, hvoraf fremgår, at selskabet kan trække på sit store netværk af erfarne erhvervsfolk til såvel bestyrelsesarbejde som daglig ledelse.

Selskabet har efter inspektionens afholdelse og efter Finanstilsynets redegørelse over for selskabets direktion for tilsynets væsentlige konklusioner på et afsluttende møde den 25. maj 2010 i et brev af 10. juni 2010 tilkendegivet, at selskabets ansatte ikke er forpligtet til at stille sig til rådighed som bestyrelsesmedlem eller observatør, og at selskabets ansatte ikke er repræsenteret ved enten en bestyrelsespost eller en observationspost i alle de virksomheder, som kunderne investerer i. Samtidig præciseres det, at det ikke er en del af aftalegrundlaget med kunden at stille bestyrelsesmedlemmer til rådighed. Det anføres, at dette skyldes, at bestyrelseshvervet efter lovgivningen er personligt, ligesom det ansvar, der medfølger bestyrelseshvervet er personligt. Det anføres også, at bestyrelsesmedlemmer skal vælges på generalforsamlingen. De ansatte, som måtte deltage i bestyrelsesarbejde i selskaber, som kunden investerer i, er derfor ikke underlagt deres ansættelsesforhold med selskabet, når de deltager i bestyrelsesarbejdet. Det anføres også, at de ansatte aldrig udgør flertallet af bestyrelsen, og at en ansat normalt aldrig er bestyrelsesformand. Det er oplyst, at selskabets ansatte samlet besidder 34 bestyrelsesposter og 29 observationsposter.

Ad påbud 2 og 3. Udøvelse af kunders ejerbeføjelser og involvering i aftaler og dokumenter

Det er på inspektionen oplyst, at selskabets ansatte udover at kunne deltage i bestyrelsesarbejdet i de virksomheder, som kunderne investerer i, kan blive bemyndiget af kunderne til ved fuldmagt at udøve kundernes

ejerbeføjelser vedrørende de virksomheder, som kunderne investerer i. Dette fremgår også af instrukserne for de ansatte i LD Invest Equity og af selskabets forretningsgange vedrørende rådgivning om unoterede investeringer, hvoraf det også fremgår, at fuldmagterne kan være enten generelle eller specifikke og kan omhandle beslutninger, som kan være af reel betydning for kundens investering. Det er på inspektionen ikke oplyst, at der kan være forskel på bemyndigelser og de modtagne fuldmagter. Det fremgår, at der kan gives fuldmagt til at repræsentere kunderne på generalforsamlinger i virksomheder, som kunderne investerer i, og på møder med eksterne parter. På inspektionen er det oplyst, at eksterne parter kan omfatte andre aktionærer end selskabets kunder, ledelserne i de virksomheder, som kunderne investerer i, samt virksomhedernes banker.

Finanstilsynet er på inspektionen blevet forelagt aftaler om investerings-service, som er gennemgået på inspektionen. Af en aftale med én kunde fremgår, at selskabet skal foranledige, at kunden får mulighed for at udøve aktivt ejerskab over de virksomheder, kunden investerer i, ved at repræsentere og afgive stemme på vegne af kunden på generalforsamlinger i virksomhederne, herunder vælge og afsætte bestyrelsesmedlemmer i virksomhederne. Selskabet har efterfølgende præciseret, at det i aftalen anførte om valg og afsættelse af bestyrelsesmedlemmer skal forstås sådan, at selskabet på kundens vegne skal stemme for eller afsætte et bestyrelsesmedlem, hvis kunden træffer beslutning herom og giver selskabet fuldmagt hertil.

Af aftalen fremgår også, at selskabet på kundens vegne skal forhandle og indgå aftaler vedrørende investeringer og follow-on-investeringer, herunder forhandle og indgå finansieringen af investeringerne samt forhandle og indgå incitamentsordninger for ledelsen i de virksomheder, som kunderne investerer i. Det fremgår også, at selskabet skal indgå og underskrive betingede købs- og salgsaftaler, fortrolighedserklæringer, hensigtserklæringer samt alle øvrige aftaler i relation til en investering eller follow-on investering. Desuden fremgår, at selskabet i henhold til separate aftaler med de virksomheder, som kunderne investerer i, kan forhandle investeringer foretaget af disse virksomheder.

Af den generelle fuldmagtsaftale vedrørende aftalen fremgår således også, at selskabet er bemyndiget til på vegne af kunden at underskrive aftale- og selskabsretlige dokumenter så som købs- og salgsaftaler, fortrolighedserklæringer, hensigtserklæringer og ”alle øvrige aftaler i relation til en investering” samt aftaler vedrørende belåning eller ombelåning af investeringer. Det fremgår også, at selskabet på vegne af kunden skal underskrive tillæg til eller foretage opdatering af aktionæroverenskomster, udføre handlinger og underskrive dokumenter, som kunden har pligt til efter indgåede aktionæroverenskomster samt tiltræde overdragelse eller

andre ændringer af medaktionærers aktieposter. Det fremgår også, at selskabet på vegne af kunden skal stifte selskaber til brug for senere investeringer. Samtidig fremgår, at selskabet skal foretage ændringer vedrørende det, som er omfattet af fuldmagten, og til at foretage handlinger, som fuldmægtigene diskretionært vurderer hensigtsmæssige eller nødvendige i forbindelse hermed.

Af fuldmagtsaftaler vedrørende en aftale med en anden kunde fremgår tilsvarende, at selskabet er bemyndiget til at give møde for og stemme på vegne af kunden i forbindelse med gennemførelse af follow-on-investering i form af kapitalforhøjelse i eller ansvarligt lån til den virksomhed, som kunden har investeret i, etablering af bridgefinansiering eller anden finansieringsstruktur af kundens investering samt ændring af vedtægterne for den virksomhed, som kunden har investeret i. Det fremgår også, at selskabet skal gennemføre kundens follow-on-investering i overensstemmelse med aftalegrundlaget m.v. med de ændringer, som er aftalt med investeringskomitéen eller som er nødvendige i forbindelse med de afsluttende handlinger. I den forbindelse skal selskabet tiltræde eventuelle ændringer i aktionæroverenskomsten mellem aktionærerne som følge af follow-on-investeringer samt afholde de i denne forbindelse nødvendige omkostninger for kunden.

Af en af instrukserne for de ansatte i LD Invest Equity fremgår også, at den ansatte på kundernes vegne skal forhandle og gennemføre aftaler vedrørende nye investeringer, follow-on-investeringer samt exits, ligesom den ansatte skal deltage i bankforhandlinger vedrørende finansieringen af kundernes investeringer blandt andet med henblik på stillingtagen til follow-on-investeringer.

Desuden fremgår det af den præsentation af LD Invest Equity, som kan downloades fra selskabets hjemmeside, at selskabet ”leverer back-up med finans og jura samt investerings- og makroanalyse”.

Selskabet har efter inspektionens afholdelse og efter Finanstilsynets redegørelse for tilsynets væsentlige konklusioner over for selskabets direktion på et afsluttende møde den 25. maj 2010 i et brev af 10. juni 2010 præciseret, at selskabets deltagelse på generalforsamlinger skal ske i henhold til fuldmagt fra kunden. Det anføres, at der indhentes en fuldmagt ved, at selskabets ansatte gennemgår generalforsamlingens dagsorden og på baggrund deraf rådgiver kunden om, hvordan kundens ejerbeføjelser i den virksomhed, som kunden investerer i, efter selskabets opfattelse udøves mest hensigtsmæssigt. På baggrund heraf udsteder kunden fuldmagt til navngivne personer ansat hos selskabet. Det anføres også, at deltagelsen på generalforsamlinger vil ske i overensstemmelse med bestemmelserne i

selskabsloven, der fastlægger, at den daglige ledelse udøves af virksomhedernes direktioner.

Med hensyn til selskabets deltagelse på møder med eksterne parter som repræsentant for kunderne præciserer selskabet i brevet af 10. juni 2010, at deltagelsen ikke sker på vegne af ledelserne i de virksomheder, som kunderne investerer i, men på vegne af kunderne, og kun hvor det er naturligt, relevant og af betydning for kundens investering, at kunden er til stede for at varetage sine interesser som aktionær.

Uanset, at det af aftalegrundlaget fremgår, at selskabet skal forhandle, indgå og underskrive, herunder foretage opdateringer og udføre handlinger, vedrørende aftale- og selskabsretlige dokumenter, er det på inspektionen oplyst, at aftale- og selskabsretlige dokumenter vedrørende de unoterede investeringer udarbejdes af eksterne parter, og at selskabet alene bistår og yder rådgivning vedrørende dokumenterne. Det er efterfølgende supplerende oplyst, at selskabet i visse tilfælde fremsender paradigmer til eller udkast til aftale- og selskabsretlige dokumenter til eksterne parter, som vil kunne accepteres af kunden i den pågældende situation. Det er også oplyst på inspektionen, at selskabet ikke, som det ellers fremgår af aftalegrundlaget, forhandler finansieringen af investeringerne, men alene deltager i forhandlingerne.

Selskabet har efter inspektionens afholdelse og efter Finanstilsynets redegørelse for tilsynets væsentlige konklusioner over for direktionen på et afsluttende møde den 25. maj 2010 i et brev af 10. juni 2010 uddybet, hvilke forhandlinger selskabet deltager i, og hvilke dokumenter selskabet er involveret i. Det anføres, at selskabet i forbindelse med rådgivningen om unoterede investeringer yder rådgivning om de dokumenter, der skal udarbejdes og forhandles på plads som led i gennemførelsen af et køb eller salg eller forberedelse af samme. Det anføres, at kerneområdet på dokumentetsiden selvsagt vil være selve købs- eller salgsaftalen vedrørende en given investering, men at disse typisk kun udgør en del af den samlede transaktionsdokumentation. Videre anføres det, at der som led i og som betingelse for foretagelsen af en given investering således typisk er en lang række øvrige dokumenter, der skal udarbejdes og forhandles, og som er afgørende betydning for kundens investering og vilkårene herfor. Dokumenterne udgør en samlet pakke, og det anføres, at selskabet i sin rådgivning om unoterede investeringer ikke kan nøjes med at rådgive kunden om selve købs- eller salgsaftalen, da alle dokumenterne er vigtige for kundens investering. Hertil kommer, at selskabet for at leve op til best execution forpligtelsen i bekendtgørelse om værdipapirhandleres udførelse af ordrer er forpligtet til at træffe alle rimelige foranstaltninger for at opnå det for kunden bedst mulige resultat. Af dokumenter nævnes ejeraf-

taler, vedtægter, incitamentsordninger for ledelsen, lejeaftaler, leveranceaftaler m.v.

Ad påbud 4. Hjemmeside

Selskabets forretningsområde LD Invest Equity er beskrevet på selskabets hjemmeside, www.ld-invest.dk, som efterlader det indtryk, at selskabet påtager sig at udøve kundernes ejerbeføjelser over de virksomheder, som kunderne investerer i, herunder at selskabet kan rådgive om forhold, som vedrører styringen og driften af de virksomheder, som kunderne investerer i.

Fra hjemmesiden kan downloades en præsentation af LD Invest Equity, ”Introduktion til LD Invest Equity”.

Af præsentationens side 3 fremgår, at der er 22 medarbejdere i LD Invest Equity, og at LD Invest (forstået som Fondsmæglerselskabet LD Invest A/S) leverer back-up med finans og jura samt investerings- og makroanalyse.

Af præsentationens side 4 fremgår, at LD Invest Equity har værdier og målsætninger som ejere (selskabets egen fremhævnings):

- ”**Være den bedste og foretrukne ejer for mindre og mellemstore virksomheder** i Danmark
- Være **ansvarsfulde, aktive og beslutsomme** ejere
- Udvide **engagement, respekt** og **forståelse** overfor de virksomheder og mennesker, som vi investerer i
- Agerer **professionelt, beslutsomt** og **etisk** i alle henseender og lægge vægt på, at vores samarbejdspartnere gør ligeså
- Sikre det **godt købmandsskab** og **højst mulige afkast** på vores investeringer”

Af præsentationens side 6 fremgår, at LD Invest Equitys ejerskab kan være i form af

- ”Medinvestering, Passiv minoritet”
- ”Medinvestering, Aktiv minoritet”
- ”Strategisk ansvar, Aktiv majoritet”

Yderligere fremgår, at kendetegnene er:

- ”Udvikling af danske virksomheder
- Anerkendelse af at ejermajoritet ikke er nødvendig for stor værdiskabelse
- Aktiv deltagelse med erfarne erhvervsfolk

- Mere langsigtet investeringshorisont
- Mindre finansiel gearing for at undgå belastning af virksomhed
- Lang track record med mere end 300 investeringer i unoterede virksomheder over 25 år”

Af præsentationens side 7 fremgår, at ”LD Invest kan medvirke til investeringer i mange forskellige situationer, som vil indebære forskellige ejerroller”. Af illustrationen på siden fremgår det igen, at ejerrollen kan spænde fra ”Mindre aktiv” til ”Stor/meget aktiv”, ligesom ejerandelen kan spænde fra ”lille” til ”stor”.

Af præsentationens side 8 er kriterierne for at investere i virksomheder beskrevet. Kriterierne vedrører dels ”størrelse og branche” dels ”mulighed for værdiskabelse”. Om ”størrelse og branche” fremgår blandt andet, at ejerandelen skal være mellem 25-9 pct., mens øvrige andele skal ejes af ”ledelse og erhvervspartnere”. Om ”mulighed for værdiskabelse” fremgår:

- ”Klar **konkurrencemæssig fordel** i et etableret marked
- Betydeligt potentiale for **operationel og industriel værdiskabelse**
- Nuværende **forretningsmodel** fungerer
- Stærk og forandringsparat **ledelse og organisation**
- Troværdig **økonomisk rapportering**
- Enighed om **gennemtænkt strategi og exitmodel**
- LD Equity kan øve **indflydelse og skabe værdi**”

Af præsentationens side 9 fremgår, at ”LD Invest Equity fokuserer hovedsageligt på operationel/industriel værdiskabelse”:

- ”Fokus er på **langsigtet industriel og operationel værdiskabelse**:
 - Fokus på kontrolleret organisk vækst
 - Mindre leverage end normalt i private equity
- **Længere forventet ejerskab** end normalt i private equity
 - Ønsker at sikre langsigtet perspektiv
 - Ønsker at undgå unødige anstrengelse og stress i virksomhederne
- Erfarne og kompetente **erhvervspartnere inddrages** for at sikre fokus på operationel værdiskabelse”

Hjemmesiden beskriver desuden LD Invest Equitys:

- Investeringsfokus

- Investeringsscenarier og ejerroller
- Investeringskriterier
- Værdiskabelsesfilosofi
- Værdier og målsætninger som ejere
- LD Invest Equity og DVCA

I forbindelse med den dialog om forretningsområdet LD Invest Equity, som selskabet har haft med Finanstilsynet, har selskabet tilpasset ovenstående beskrivelser. De tilpasninger, som selskabet har foretaget, er overvejende, at ”LD Equity” forstået som forretningsområdet LD Invest Equity og altså selskabet er erstattet af ”LD Invest Equitys kunder”, og at LD Invest Equitys rolle i udøvelsen af ejerbeføjelserne er nedtonet.

Nedenfor gives der eksempler på foretagne tilpasninger. Der tages udgangspunkt i den beskrivelse, som har været på hjemmesiden på tidspunktet for Finanstilsynets inspektion i selskabet. Selskabets tilpasninger er samtidig angivet i kantet parentes.

Ad det beskrevne under ”Investeringsscenarier og ejerroller”

Investeringsscenarierne og ejerrollerne er beskrevet således: ”LD [Invest] Equity medvirker til [rådgiver om] investeringer i mange forskellige situationer, hvor behovet for investortype er forskelligt og motivationen for at involvere os [LD Invest Equitys kunder] varierer. Vores [Kundernes] ejerrolle vil variere fra sag til sag, men graden af aktiv involvering fra vores side [”fra vores side” er slettet] vil typisk øges med vores [”vores” er slettet] ejerandel. LD Equity [LD Invest Equity Invests kunder] behøver ikke at være lead-investor. Derimod er det en forudsætning, at der fra start opnås enighed i aktionærkredsen om, hvem der tager rolle som lead-investor, og hvordan dette gøres.”

Dernæst følger en illustration af investeringsscenarierne og ejerrollerne samt en beskrivelse af de enkelte investeringer, som omfatter:

- ”Medinvesteringer”, som omfatter ”Co-inv. med nuværende aktionærer” og ”Co-invest. med PE-fonde”. Disse er beskrevet som havende en mindre aktiv ejerrolle samt en lille ejerandel.
- ”Partnerinvesteringer”, som omfatter ”Kapitaltilførsel til vækst”, ”Industrielt opkøb” og ”Turn around/rekonstruktion”. Disse er beskrevet som havende en stigende ejerrolle og ejerandel.
- ”Lead investeringer”, som omfatter ”Industrielt spin-off”, ”MBO/MBI” og ”Generationsskifte/Buy-out”.

Fremhæves skal det anførte om ”Generationsskifte/Buy-out” og Turn-around/rekonstruktion”.

Om ”Generationsskifte/Buy-out” fremgår blandt andet: ”LD Equity [LD Invest Equity fondene (LD Equity 1 K/S, LD Equity 2 K/S og LD Equity 3 K/S)] kan indtræde som enten minoritetsaktionærer eller majoritetsaktionærer, afhængigt af behovet og ønsket fra eksisterende ejere. Det vil dog altid være en forudsætning, at LD [Invest] Equity og de øvrige ejere er enige om forretningsplanen, herunder planen for hvordan LD Equity realiserer sin investering [investeringerne realiseres (exit)], og ”spillereglerne” aktionærene imellem (aktionæroverenskomst). Ved et generationsskifte bidrager LD [Invest] Equity med at facilitere og yde støtte med generationsskifteprocessen, sparre og yde støtte vedrørende finansieringsforhold, strategiske problemstillinger og eventuelle opkøb/frasal, og vil desuden trække på sit store netværk af erfarne erhvervsfolk til såvel bestyrelsesarbejde som daglig ledelse.”

Om ”Turn-around/rekonstruktion” fremgår: ”LD Equity [LD Invest Equity fondene] medvirker i visse tilfælde ved rekonstruktion af nødlidende virksomheder. LD Equity [LD Invest Equitys kunder] vil i et sådant scenarium tage en aktiv rolle, men vil sædvanligvis kun gøre det sammen med aktive partnere, som påtager sig rollen som primær drivkraft. I den situation vil LD [Invest] Equity bidrage med tilførsel af kapital, støtte og rådgivning [rådgive om tilførsel af kapital og yde støtte og rådgivning] i forbindelse med rekonstruktion og udvikling af strategi/forretningsplan [”forretningsplan” er slettet], og [LD Invest Equity] vil kunne trække på sit store netværk af erfarne erhvervsfolk med de specifikke kompetencer, der er nødvendige for gennemførelsen af en turn-around.”

Ad det beskrevne under ”Værdiskabelsesfilosofi”

Det fremgår, at: ”LD Equitys indstilling til, hvordan vi vil skabe værdi i de virksomheder, vi investerer i, og for de investorer, som står bag os, [LD Invest Equity fondenes (LD Equity 1 K/S, LD Equity 2 K/S og LD Equity 3 K/S) indstilling til, hvordan der vil skabes værdi i de virksomheder, der investeres i,] ligger i naturlig forlængelse af LDs hidtidige investeringspolitik og tilgang til investeringer i unoterede danske virksomheder.

Denne værdiskabelsesfilosofi er funderet på fokus på industriel værdiskabelse, tålmodig og langsigtet holdning til ejerskabet og inddragelse af erfarne erhvervsfolk til udøvelse af det.

- Prioriteret fokus på langsigtet industriel og operationel værdiskabelse
 - Fokus på styret organisk udvikling
 - Mindre gearing end sædvanligt i private equity

- Længere forventet gennemsnitlig ejerskabsperiode end sædvanligt i private equity
 - Ønsker at sikre langsigtet tænkning
 - Ønsker at undgå unødigt belastning og stress af virksomheder
- Erfarne og kompetente erhvervsfolk inddrages i udøvelsen af ejerskabet (i bestyrelsen) for at sikre industrielt værdiskabelsesfokus”

Ad det beskrevne under ”Værdier og målsætning som ejere”

Det fremgår, at: ”LD Equity [LD Invest Equity fondene (LD Equity 1 K/S, LD Equity 2 K/S og LD Equity 3 K/S)] har - i samme ånd som LD altid haft - følgende værdier og målsætninger som ejere i de virksomheder, vi investerer i, og over for de øvrige aktører, vi samarbejder med.

- Være den bedste og foretrukne ejer for mindre og mellemstore virksomheder i Danmark, og blive opfattet som sådan
- Være ansvarsfulde og aktive ejere
- Agere med respekt og en passende ydmyghed over for de virksomheder og mennesker, som vi investerer i, samt med forståelse for de behov, de har for stabilitet og rimelig planlægningshorisont
- Agere professionelt og etisk i alle henseender og lægge stor vægt på, at samarbejdspartnere gør ligeså
- Være indstillet på at træffe ubehagelige beslutninger, når det er nødvendigt
- Sikre det højst mulige afkast på vores investeringer over tid”

På hjemmesiden er også selskabets investeringsmandater beskrevet.

Om mandatet over for LDE 1, som vedrører LD Equity 1 K/S, fremgår: ”LD Equitys mandat er at sikre fortsat udvikling og værdiskabelse i selskaberne samt exit (salg af investeringerne) [LD Invest Equitys mandat er at investere midlerne i virksomheder, som udvælges efter LD Invest Equitys investeringskriterier].”

Om mandatet over for A/S Dansk Erhvervsinvestering fremgår: ”A/S Dansk Erhvervsinvestering besluttede i 2007 [2006] at foretage en outsourcing af alt investeringsarbejde til LD Equity pr. 1. januar 2007. Outsourcingen vedrører alle investeringer i Dansk Erhvervsinvestering (DEI) og i Dansk Innovationsinvestering (DII). LD Equity yder rådgivning om selskaberne frem til exit, herunder om forhold vedrørende selskabernes udvikling [denne sætning er slettet]. For yderligere information om de to porteføljer i DEI og DII se venligst www.dan-erhv.dk.”

På hjemmesiden henvises til DEI’s og DII’s hjemmesider, www.dan-erhv.dk og www.dan-inno.dk. Af DEI’s hjemmeside fremgår: ”DEI vil via

Fondsmæglerselskabet LD Invest A/S, som administrationen af porteføljen fra 1. januar 2007 er outsourcet til, i de kommende år videreudvikle de eksisterende porteføljeselskaber bedst muligt med henblik på videre salg inden for en kortere, men ikke endeligt afgrænset årrække.”

Om mandatet over for PKA A/S fremgår: ” PKA A/S (PKA) besluttede i 2005 at outsource forvaltningen af sin portefølje af direkte investeringer i uoterede aktier. I denne forbindelse indgik PKA aftale med Fondsmæglerselskabet af 2004 A/S om forvaltningen af porteføljen, som består af fem selskaber. LD Equity yder rådgivning om selskaberne frem til exit, herunder om forhold vedrørende selskabernes udvikling [sætningen er slettet]. De fem virksomheder omsætter for samlet DKK 1,3 mia. og har i alt 1.200 ansatte.”

Af selskabets hjemmeside fremgår også, at LD Invest Equity har tilsluttet sig DVCA's (Danish Venture Capital and Private Equity Association) retningslinjer for aktivt ejerskab og åbenhed i kapitalfonde.

3. Retligt grundlag

Ifølge § 9, stk. 2, 2. pkt., i lov om finansiel virksomhed, jf. lovbekendtgørelse nr. 467 af 29. april 2010 med de ændringer, der følger af lov nr. 579 af 1. juni 2010 og lov nr. 721 af 25. juni 2010, er fondsmæglerselskabers aktiviteter begrænset til de aktiviteter, som er omfattet af lovens bilag 4, og som omfatter aktiviteter relateret til værdipapirhandel, bilagets afsnit A, samt aktiviteter, der er accessorisk hertil, bilagets afsnit B.

Aktiviteter omfattet af bilagets afsnit A omfatter:

1. *Modtagelse og formidling for investorers regning af ordrer vedrørende et eller flere af de i bilag 5 nævnte instrumenter.*
2. *Udførelse af ordrer med et eller flere af de i bilag 5 nævnte instrumenter for investorers regning.*
3. *Forretninger for egen regning med ethvert af de i bilag 5 nævnte instrumenter.*
4. *Skønsmæssig porteføljepleje af de enkelte investorers værdipapirbeholdninger efter instruks fra investorerne, såfremt beholdningerne omfatter et eller flere af de i bilag 5 nævnte instrumenter.*
5. *Investeringsrådgivning.*

6. *Afsætningsgaranti i forbindelse med emissioner af et eller flere af de i bilag 5 nævnte instrumenter eller placering af sådanne instrumenter på grundlag af en fast forpligtelse.*
7. *Placering af finansielle instrumenter uden fast forpligtelse.*
8. *Drift af multilaterale handelsfaciliteter.*
9. *Opbevaring og forvaltning for investorers regning i forbindelse med et eller flere af de i bilag 5 nævnte instrumenter, herunder depotvirksomhed og tjenesteydelser knyttet til en eller flere af de i nr. 1-8 nævnte aktiviteter.*

Aktiviteter omfattet af bilagets afsnit B omfatter:

1. *Boksudlejning.*
2. *Kredit- eller långivning til en investor, således at denne kan udføre en transaktion med et eller flere af de i bilag 5 nævnte instrumenter, såfremt den virksomhed, der yder kreditten eller lånet, deltager i transaktionen.*
3. *Rådgivning til virksomheder vedrørende kapitalstrukturer, industristrategi og dermed beslægtede spørgsmål samt rådgivning og tjenesteydelser vedrørende fusioner og opkøb af virksomheder.*
4. *Valutatransaktioner, når de pågældende transaktioner er et led i ydelsen af investeringsservice.*
5. *Investeringsanalyser og finansielle analyser eller andre former for generelle anbefalinger vedrørende et eller flere af de i bilag 5 nævnte instrumenter.*
6. *Tjenesteydelser i forbindelse med afsætningsgaranti.*
7. *Investeringservice og investeringsaktiviteter samt accessoriske tjenesteydelser af den type, der er omhandlet i dette bilag vedrørende det underliggende instrument for derivaterne omfattet af bilag 5, nr. 5-7 og 10, når disse er knyttet til investeringsserviceydelsen eller accessoriske tjenesteydelser.*
8. *Formidling og rådgivning om lån og kreditter til gearede investeringer.*

Fondsmæglerselskabers muligheder for at give rådgivning ud over, hvad der følger af lov om finansiel virksomhed bilag 4, afsnit A, følger således af lovens bilag 4, afsnit B, nr. 3¹.

Fondsmæglerselskaber er også begrænset derved, at fondsmæglerselskaber ifølge § 27 i lov om finansiel virksomhed alene må have dattervirksomheder, der også er fondsmæglerselskaber.

Ovenstående begrænsninger gælder ikke for eksempelvis pengeinstitutter, som har en videre adgang til at drive accessorisk virksomhed, jf. §§ 24-26 i lov om finansiel virksomhed.

Minimumskapitalkravet til fondsmæglerselskaber udgør 1 mio. euro eller 0,3 mio. euro afhængig af hvilke aktiviteter, jf. bilag 4 i lov om finansiel virksomhed, selskabet er meddelt tilladelse til at udøve, jf. lovens § 125, stk. 2. For pengeinstitutter er minimumskapitalkravet 5 mio. euro, jf. § 124, stk. 2. Forskellene i kapitalkravene kan henføres til forskellene i de aktiviteter og medfølgende risici, som må udøves og påtages i henhold til de forskellige tilladelser.

Ifølge § 7, stk. 1, i lov om aktie- og anpartsselskaber, jf. lovbekendtgørelse nr. 470 af 12. juni 2009 er bestemmende indflydelse beføjelsen til at styre en dattervirksomheds økonomiske og driftsmæssige beslutninger.

Efter bestemmelsens stk. 2 foreligger der bestemmende indflydelse i forhold til en dattervirksomhed, når moderselskabet direkte eller indirekte gennem en dattervirksomhed ejer mere end halvdelen af stemmerettighederne i en virksomhed, med mindre det i særlige tilfælde klart kan påvises, at et sådant ejerforhold ikke udgør bestemmende indflydelse.

Ejer et moderselskab ikke mere end halvdelen af stemmerettighederne i en virksomhed, foreligger der efter bestemmelsens stk. 3 bestemmende indflydelse, hvis moderselskabet har

¹ Bestemmelsen i bilag 4, afsnit B, nr. 3, i lov om finansiel virksomhed stammer oprindeligt fra Rådets direktiv 93/22/EØF af 10. maj 1993 om investeringsservice i forbindelse med værdipapirer (ISD). Her fremgik den ordret som afsnit C, nr. 4. ISD blev blandt andet gennemført ved den første lov om fondsmæglerselskaber, lov nr. 1071 af 20. december 1995, og har siden været gældende i fondsmæglerselskabslovene samt senere i lov om finansiel virksomhed. I Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF af 21. april 2004 om markeder for finansielle instrumenter, om ændring af Rådets direktiv 85/611/EØF, og 93/6/EØF samt Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/12/EF og om ophævelse af Rådets direktiv 92/22/EØF (MiFiD) er bestemmelsen fortsat, jf. direktivets bilag 1, afsnit B, nr. 3.

1. råderet over mere end halvdelen af stemmerettighederne i kraft af en aftale med andre investorer,
2. beføjelse til at styre de finansielle og driftsmæssige forhold i en virksomhed i henhold til en vedtægt eller aftale,
3. beføjelse til at udpege eller afsætte flertallet af medlemmerne i det øverste ledelsesorgan og dette organ besidder den bestemmende indflydelse på virksomheden eller
4. råderet over det faktiske flertal af stemmerne på generalforsamlingen eller i et tilsvarende organ og derved besidder den faktiske bestemmende indflydelse over virksomheden.

Eksistensen og virkningen af potentielle stemmerettigheder, herunder tegningsretter og købsoptioner på kapitalandele, som aktuelt kan udnyttes eller konverteres, skal efter bestemmelsens stk. 4 tages i betragtning ved vurderingen af, om et selskab har bestemmende indflydelse.

Efter bestemmelsens stk. 5 skal der ved opgørelsen af stemmerettigheder i en dattervirksomhed ses bort fra stemmerettigheder, som knytter sig til kapitalandele, der besiddes af dattervirksomheden selv eller dens dattervirksomheder.

4. Vurdering

Det er Finanstilsynets opfattelse, at bestemmelsen i lov om finansiel virksomhed, bilag 4, afsnit B, nr. 3, skal forstås sådan, at et fondsmæglerselskab kan rådgive virksomheder om de emner, som er nævnt i bestemmelsen. Videre er det Finanstilsynets opfattelse, at det er underordnet, om ”virksomheden” er fondsmæglerselskabets kunde eller en virksomhed, som kunden investerer i. Vedrører rådgivningen en virksomhed, som kunden investerer i, er der tale om rådgivning om udøvelse af ejerbeføjelser. Fondsmæglerselskabet LD Invest A/S har tilkendegivet, at rammerne for de ydelser, som må tilbydes inden for bestemmelsen i lov om finansiel virksomhed, bilag 4, afsnit B, nr. 3, skal tilpasses sådan, at de afskærmer, at fondsmæglerselskaber påtager sig artsfremmede risici i forhold til det rådgiveransvar, som er det primære for fondsmæglerselskaber og det bærende hensyn bag fortolkningen af lovens bilag 4. Finanstilsynet er enig med selskabet heri.

På baggrund af ovenstående er det også Finanstilsynets opfattelse, at det er muligt for fondsmæglerselskaber som en tjenesteydelse at rådgive om udøvelse af ejerbeføjelser, så længe rådgivningen ikke er i strid med de øvrige begrænsninger, som fondsmæglerselskaber er underlagt i henhold til lov om finansiel virksomhed. Det indebærer efter Finanstilsynets opfattelse, at rådgivningen ud over at vedrøre emner nævnt i lov om finansiel virksomhed, bilag 4, afsnit B, nr. 3, skal være underordnet og stå i naturlig forlængelse af aktivitet omfattet af bilagets afsnit A.

Ordlyden af bestemmelsen i lov om finansiel virksomhed, bilag 4, afsnit B, nr. 3, er: Rådgivning til virksomheder vedrørende kapitalstruktur, industristrategi og dermed beslægtede spørgsmål samt rådgivning og tjenesteydelser vedrørende fusioner og opkøb af virksomheder”. Hvad der ligger i de enkelte emner, som er nævnt i bestemmelsen, er ikke behandlet i lovforarbejderne, og bestemmelsens rækkevidde må derfor findes ved fortolkning.

Det er Finanstilsynets opfattelse, at lovgiver ved den øvrige regulering af fondsmæglerselskaber, jf. afsnit 3 og nedenfor, har taget stilling til, at fondsmæglerselskaber på ingen måde må deltage i styringen, driften og indretningen af andre virksomheder.

Det er dog Finanstilsynets opfattelse, at dette ikke afskærer et fondsmæglerselskab fra at yde rådgivning, så længe rådgivningen ikke indebærer, at fondsmæglerselskabet tilbyder tjenesteydelser, som indebærer risiko for, at fondsmæglerselskabet deltager eller bliver involveret i styringen, driften og/eller indretningen af andre virksomheder, herunder virksomheder som kunden investerer i. Således vurderer Finanstilsynet, at fondsmæglerselskaber ved alene at yde rådgivning ikke påtager sig et væsentligt andet ansvar end det ansvar, som fondsmæglerselskaber påtager sig i udøvelsen af investeringsrådgivning og skønmæssig porteføljepleje, jf. lov om finansiel virksomhed, bilag 4, afsnit A, nr. 4 og 5.

Derimod er det Finanstilsynets opfattelse, at det ikke er lovligt for et fondsmæglerselskab som en tjenesteydelse at udøve kundens ejerbeføjelser på vegne af kunden, herunder som en tjenesteydelse tilbyde at påtage sig:

- At indlede eller deltage i drøftelser og forhandlinger med virksomheder, som kunden investerer i, eller med virksomhedernes eksterne parter om forhold, som vedrører styringen, driften og indretningen af virksomhederne.
- At indtræde i virksomhedernes ledelser.
- At forhandle, indgå og underskrive andre aftaler end de, der er nødvendige og sædvanlige i forbindelse med køb og salg af virksomheder.
- At koncipere dokumenter.

Finanstilsynet vurderer således, at ovenstående tjenesteydelser hverken ligger i naturlig forlængelse af investeringsrådgivning eller kan fortolkes ind i lov om finansiel virksomhed, bilag 4, afsnit B, nr. 3, og at fondsmæglerselskaber ved at tilbyde ovenstående tjenesteydelser påfører sig

artsfremmede risici i strid med § 9, stk. 2, 2. pkt., i lov om finansiel virksomhed.

Endvidere er det Finanstilsynets opfattelse, at et fondsmæglerselskab heller ikke som en tjenesteydelse kan tilbyde at påtage sig gennem ubegrænsede fuldmagter fra en eller flere kunder på generalforsamlinger i virksomheder, som kunden eller kunderne investerer i, at udøve kundens eller kundernes bestemmende indflydelse som defineret i § 7, stk. 3, i lov om aktie og anpartsselskaber. Det er således Finanstilsynets opfattelse, at et fondsmæglerselskab ved på virksomhedernes generalforsamlinger at udøve kunders bestemmende indflydelse involverer sig direkte i styringen, driften og/eller indretningen af virksomhederne, hvilket efter tilsynets opfattelse er i strid med § 9, stk. 2, 2. pkt., i lov om finansiel virksomhed. Dette gælder dog kun, såfremt fuldmagtshaver i henhold til fuldmagten er tillagt beføjelse til selv at vurdere, hvordan han/hun skal agere.

I tilknytning til ovenstående skal opmærksomheden henledes på, at fondsmæglerselskaber ikke er omfattet af bestemmelsen i § 25 i lov om finansiel virksomhed, hvorefter alene pengeinstitutter, realkreditinstitutter og forsikringsvirksomheder midlertidigt må drive anden virksomhed med henblik på medvirken ved omstrukturering af erhvervsvirksomheder.

Bestemmelsen i § 25 i lov om finansiel virksomhed skal ses sammen med bestemmelsen i lovens § 24, hvorefter pengeinstitutter, realkreditinstitutter og forsikringsvirksomheder må drive virksomhed, der er accessorisk til den virksomhed, der er givet tilladelse til i henhold til lov om finansiel virksomhed. Dette er i modsætning til fondsmæglerselskaber, hvis accessoriske aktivitet er begrænset til aktiviteterne omfattet af lovens bilag 4, afsnit B, jf. lovens § 9, stk. 2, 2. pkt.

Bestemmelserne i §§ 24 og 25 i lov om finansiel virksomhed er udtryk for, at pengeinstitutter, realkreditinstitutter og forsikringsvirksomheder kun undtagelsesvist skal involvere sig i driften af anden virksomhed end den virksomhed, der er givet tilladelse til i henhold til lov om finansiel virksomhed.

Det er Finanstilsynets opfattelse, at det faktum, at fondsmæglerselskaber ikke er omfattet af ovennævnte bestemmelser, taler for, at fondsmæglerselskaber ikke – ej heller undtagelsesvist – skal involvere sig i driften af anden virksomhed end fondsmæglervirksomhed. Fondsmæglerselskaber er således også begrænset derved, at fondsmæglerselskaber i henhold til § 27 i lov om finansiel virksomhed alene må have dattervirksomheder, der også er fondsmæglerselskaber.

Af lovbemærkningerne til §§ 24-27, jf. lovforslag nr. L 176 af 12. marts 2003, kan også udledes, at bestemmelsen i § 27 i lov om finansiel virksomhed hænger sammen med, at fondsmæglerselskaber ikke må drive accessorisk virksomhed ud over, hvad der følger af lovens bilag 4, afsnit B. Dette skal ses i lyset af, at fondsmæglerselskaber er underlagt et betydeligt mindre minimumskapitalkrav end for eksempel pengeinstitutter, som har en videre adgang til at udøve accessorisk virksomhed, jf. § 24 i lov om finansiel virksomhed.

Ad påbud 1. Deltagelse i bestyrelsesarbejde

Der henvises til det under afsnit 2 om påbud 1 anførte. Uanset, at selskabets ansatte ikke er underlagt deres ansættelsesforhold med selskabet i varetagelsen af bestyrelseshvervet i en virksomhed, som selskabets kunder investerer i, er det Finanstilsynets opfattelse, at det ikke ubetydelige antal bestyrelsesposter, som selskabets ansatte besidder, sammenholdt med,

- at de ansattes varetagelse af bestyrelseshvervet sker i deres arbejdstid, og
- at de ansatte ikke modtager særskilt honorering for varetagelsen af bestyrelseshvervet, men at et eventuelt honorar tilfalder selskabet,

indebærer, at det er en del af selskabets tjenesteydelser at lade selskabets ansatte påtage sig bestyrelseshverv i de virksomheder, som kunderne investerer i. Dette underbygges også af, at det af de ansattes instrukser fremgår, at de skal kunne indtræde i bestyrelserne for de virksomheder, som kunderne investerer i. Det er således også Finanstilsynets opfattelse, at de ansattes bestyrelseshverv i de virksomheder, som kunderne investerer i, er af ikke ubetydelig betydning for selskabets muligheder for at rådgive kunderne om investeringernes forløb og optimering heraf, og at det således er en del af selskabets tjenesteydelser at lade selskabets ansatte påtage sig bestyrelseshverv i de virksomheder, som kunderne investerer i.

At lade selskabets ansatte påtage sig bestyrelseshverv i de virksomheder, som kunderne investerer i, er efter Finanstilsynets opfattelse ikke omfattet af bilag 4 til lov om finansiel virksomhed og er derfor i strid med § 9, stk. 2, 2. pkt., i lov om finansiel virksomhed. Deltagelse i bestyrelsesarbejdet kan således efter Finanstilsynets opfattelse ikke fortolkes ind i ordlyden af lovens bilag 4, afsnit B, nr. 3, ligesom deltagelsen efter tilsynets opfattelse heller ikke står i naturlig forlængelse af rådgivning om unoterede investeringer.

Endvidere er det Finanstilsynets opfattelse, at et fondsmæglerselskab kan påpege svagheder i bestyrelsen for en virksomhed, som kunderne investerer i, herunder foreslå konkrete personer til bestyrelsen, så længe det ikke er en tjenesteydelse at sammensætte bestyrelsen eller stille selskabets ansatte til rådighed for deltagelse i bestyrelsesarbejdet, idet selskabet hermed har indflydelse på styringen af virksomhederne.

Ad påbud 2 og 3. Udøvelse af kunders ejerbeføjelser og involvering i aftaler og dokumenter

På baggrund af det under afsnit 2 til påbud 2 anførte er det Finanstilsynets opfattelse, at selskabet ikke kun rådgiver om, hvordan kunderne kan udøve kundernes ejerbeføjelser i en virksomhed, som kunderne investerer i, men at det også indgår i selskabets tjenesteydelser at lade selskabets ansatte udøve og repræsentere kundernes ejerbeføjelser vedrørende de virksomheder, som kunderne investerer i. Således fremgår det af selskabets forretningsgange og instrukser og af aftalegrundlaget med kunderne, at selskabet tilbyder:

- At lade selskabets ansatte udøve kundernes ejerbeføjelser på generalforsamlinger i virksomheder, som kunderne investerer i.
- At lade selskabets ansatte repræsentere kunderne på møder med virksomheder, som kunderne investerer i, eller med virksomhedernes eksterne parter, herunder lade selskabets ansatte forhandle, indgå og underskrive aftaler og selskabsretlige dokumenter samt varetage den praktiske håndtering af aftale- og selskabsretlige dokumenter.

Det er Finanstilsynets opfattelse, at det ikke ligger i naturlig forlængelse af investeringsrådgivning, og at det ikke kan fortolkes ind i lov om finansiel virksomhed bilag 4, afsnit B, nr. 3, gennem fuldmagtsaftaler at lade selskabets ansatte udøve kunders ejerbeføjelser på virksomhedernes generalforsamlinger i de tilfælde, hvor en eller flere kunder tilsammen har en bestemmende indflydelse som defineret i § 7, stk. 3, i lov om anparts- og aktieselskaber, idet selskabet derved i strid med § 9, stk. 2, 2. pkt., i lov om finansiel virksomhed involverer sig direkte i styringen, driften og/eller indretningen af andre virksomheder. Dette gælder dog kun, såfremt fuldmagtshaver i henhold til fuldmagtsaftalen er tillagt beføjelse til selv at vurdere, hvordan han/hun skal agere.

Tilsvarende er det Finanstilsynets opfattelse, at det ikke ligger i naturlig forlængelse af investeringsrådgivning, og at det ikke kan fortolkes ind i lov om finansiel virksomhed bilag 4, afsnit B, nr. 3, gennem fuldmagtsaftaler at lade selskabets ansatte repræsentere kunder på møder med virk-

somheder, som kunderne investerer i, eller med virksomhedernes eksterne parter, herunder lade selskabets ansatte

- forhandle, indgå og underskrive aftale- og selskabsretlige dokumenter samt
- varetage den praktiske håndtering af aftale- og selskabsretlige dokumenter, herunder koncipere dokumenterne.

Dog er det Finanstilsynets opfattelse, at det ligger i naturlig forlængelse af rådgivning om unoterede investeringer, at selskabet forhandler aftaler, der er nødvendige og sædvanlige i forbindelse med rådgivning om unoterede investeringer, herunder follow-on-investeringer, og at selskabet rådgiver om finansieringen af investeringerne, herunder deltager i forhandlingerne vedrørende finansieringen af investeringerne.

Forhandling, indgåelse og underskrivelse af andre aftaler m.v. – såsom lejeaftaler, leveranceaftaler, ansættelsesaftaler med funktionærer m.v. - er derimod efter Finanstilsynets opfattelse ikke en naturlig del af rådgivningen om unoterede investeringer, idet der er tale om aftaler m.v., som vedrører driften af de virksomheder, som kunderne investerer i.

Tilsvarende gælder efter Finanstilsynets opfattelse varetagelse af den praktiske håndtering af aftale- og selskabsretlige dokumenter, herunder konciperingen af dokumenterne. Selskabet må således ikke koncipere dokumenterne, men må alene yde rådgivning af mere overordnet og generel karakter. Selskabet må heller ikke stifte selskaber eller foretage anmeldelser over for Erhvervs- og selskabsstyrelsen, med mindre de vedrører selskabets egne forhold.

Ad påbud 4. Hjemmeside

Det er Finanstilsynets opfattelse, at den præsentation af forretningsområdet LD Invest Equity, som kan downloades fra selskabets hjemmeside, og som er beskrevet under afsnit 2 til påbud 4, efterlader det indtryk, at selskabet påtager sig at udøve kundernes ejerbeføjelser over de virksomheder, som kunderne investerer i, herunder at selskabet involverer sig i forhold, som vedrører styringen og driften af de virksomheder, som kunderne investerer i. Præsentationen efterlader således det indtryk, at det er en del af LD Invest Equitys tjenesteydelser at deltage i udviklingen af de virksomheder, som kunderne investerer i, herunder involvere sig i beslutninger som vedrører virksomhedernes ledelse, forretningsplan og finansieringsforhold.

Endvidere er det Finanstilsynets opfattelse, at beskrivelsen af forretningsområdet LD Invest Equity på selskabets hjemmeside – selv efter de foretagne tilpasninger – ikke i tilstrækkelig grad afspejler den rolle, som

selskabet spiller i udøvelsen af kundernes ejerbeføjelser. Endelig er det Finanstilsynets opfattelse, at hjemmesiden stadig efterlader det indtryk, at selskabet via forretningsområdet LD Invest Equity påtager sig at udøve kundernes ejerbeføjelser over de virksomheder, som kunderne investerer i, herunder at selskabet involverer sig i eller rådgiver om forhold, som vedrører styringen og driften af de virksomheder, som kunderne investerer i.

Finanstilsynet skal fremhæve de tilpasninger, der er foretaget i beskrivelsen af mandatet over for LDE 1 og A/S Dansk Erhvervsinvestering, hvor henholdsvis sætningen ”LD Equitys mandat er at sikre fortsat udvikling og værdiskabelse i selskaberne samt Exit (salg af investeringerne)” og sætningen ”LD Equity yder rådgivning om selskaberne frem til exit, herunder om forhold vedrørende selskabernes udvikling” er slettet. Imidlertid fremgår det af A/S Dansk Erhvervsinvesterings hjemmeside, hvortil der henvises, at selskabet skal ”videreudvikle de eksisterende porteføljeselskaber bedst muligt med henblik på videresalg inden for en kortere, men ikke endeligt afgrænset årrække.” Det er Finanstilsynets opfattelse, at deltagelse i eller rådgivning om forhold, som vedrører styringen og driften af de virksomheder, som kunderne investerer i, ikke er omfattet af bilag 4 til lov om finansiel virksomhed og derfor er i strid med § 9, stk. 2, 2. pkt., i lov om finansiel virksomhed, med mindre der er tale om rådgivning på et meget overordnet strategisk niveau.

Det er på inspektionen oplyst, at selskabet ikke deltager i styringen og driften af de virksomheder, kunderne investerer i, og Finanstilsynet har ikke på baggrund af drøftelserne på inspektionen grundlag for at konkludere, at selskabet deltager i eller rådgiver om forhold, som vedrører styringen og driften af de virksomheder, som kunderne investerer i, jf. dog påbud 1-3.

På baggrund af ovenstående er det imidlertid Finanstilsynets opfattelse, at beskrivelsen af forretningsområdet LD Invest Equity på selskabets hjemmeside efterlader det indtryk, at det i strid med § 9, stk. 2, 2. pkt., i lov om finansiel virksomhed er en del af selskabets tjenesteydelser at deltage i udviklingen af de virksomheder, som kunderne investerer i, herunder involvere sig i beslutninger som vedrører virksomhedernes ledelse, forretningsplan og finansieringsforhold.

Afsluttende generelle bemærkninger

For så vidt angår selskabets forhold for at kunne anfægte afgørelsen yderligere, skal Finanstilsynet afslutningsvist henvise til forvaltningslovens almindelige regler om partshøring. Det fremgår af forvaltningslovens § 19, stk. 1, at kan en part i en sag ikke antages at være bekendt med, at myndigheden er i besiddelse af bestemte oplysninger vedrørende sagens faktiske omstændigheder, må der ikke træffes afgørelse, før myn-

digheden har gjort parten bekendt med oplysningerne og givet denne lejlighed til at fremkomme med en udtalelse. Det gælder dog kun, hvis oplysningerne er til ugunst for den pågældende part og er af væsentlig betydning for sagens afgørelse. Selskabet kan således ikke påregne at blive hørt yderligere, med mindre der foretages væsentlige ændringer i afgørelsesudkastet til Det Finansielle Virksomhedsråd efter drøftelsen i rådet til ugunst for selskabet.

Det følger endvidere af undersøgelsesprincippet i forvaltningsretten, at en myndighed selv afgør, hvilke oplysninger og undersøgelser den anser for nødvendige for, at en sag kan afgøres på et fyldestgørende grundlag. Finanstilsynet anser denne sag for at være fyldestgørende oplyst. Endelig skal tilsynet bemærke, at Fondsmæglerselskabet LD Invest A/S har haft lejlighed til at kommentere oplysningsgrundlaget til denne afgørelse i tre omgange.

Afgørelser truffet af Det Finansielle Virksomhedsråd skal som udgangspunkt offentliggøres i sin helhed i henhold til § 354 a, stk. 1, i lov om finansiel virksomhed. Offentliggørelse kan dog undlades, hvis det vil medføre uforholdsmæssig stor skade for virksomheden, jf. § 354 a, stk. 2, i lov om finansiel virksomhed. Finanstilsynet finder ikke, at Fondsmæglerselskabet LD Invest A/S har godtgjort at ville lide uforholdsmæssigt stor skade ved, at afgørelsen bliver offentliggjort i sin helhed.

5. Konklusion

På baggrund af ovenstående er det Finanstilsynets opfattelse, at Fondsmæglerselskabet LD Invest A/S tilbyder tjenesteydelser, som er i strid med § 9, stk. 2, 2. pkt., i lov om finansiel virksomhed. Der er efter Finanstilsynets opfattelse tale om tjenesteydelser, som indebærer, at fondsmæglerselskabet deltager eller bliver involveret i styringen, driften og/eller indretningen af de virksomheder, som kunderne investerer i.

6. Klagevejledning

Finanstilsynets afgørelse kan, senest 4 uger efter at afgørelsen er modtaget, indbringes for Erhvervsankenævnet, Kampmannsgade 1, Postboks 2000, 1780 København V, tlf. 33 30 76 22, jf. § 372, stk. 1, i lov om finansiel virksomhed. Finanstilsynet skal gøre opmærksom på, at det kan være forbundet med et gebyr at klage.

Det følger af § 7 i bekendtgørelse om Erhvervsministeriets Erhvervsankenævn, at det er forbundet med et gebyr på 4.000 kr. at klage til Erhvervsankenævnet. Ved klager over forhold, der ikke vedrører klagerens aktuelle eller fremtidige erhvervsforhold, er gebyret dog 2.000 kr. Efter § 15, stk. 4, i nævnte bekendtgørelse, kan nævnet eller formanden på dets vegne træffe bestemmelse om hel eller delvis tilbagebetaling af det ind

betalte gebyr, hvis der gives klageren helt eller delvist medhold. Gebyret tilbagebetales, hvis klagen afvises.

Stig Nielsen
kontorchef

Tanja Asskildt
specialkonsulent