

Ansvar for fejl og mangler i et prospekt

HVORDAN ER OW BUNKER-AKTIONÆRERNES MULIGHEDER FOR AT FÅ ERSTATNING?

Mads Lauritsen, Jesper Haarbo Frederiksen
AALBORG UNIVERSITET CAND.MERC.AUD, KANDIDATSPECIALE. MAJ 2018

Abstract

In this thesis the Danish prospectus law will be analyzed to assess if the shareholders of OW Bunker can get compensation for their loss because of the company's bankruptcy.

OW Bunker was a Danish marine fuel company, founded in 1980 and with headquarter located in Nørresundby. The company was one of the largest bunker supplier in the world until it went bankrupt on 7 November 2014. OW Bunker went from IPO to bankruptcy in only seven months. The company's trouble was allegedly caused from fraud by a senior employee in a Singapore-based subsidiary and from trading loss.

A Prospectus is a document that provides details about an investment offering for sale to the public. A Prospectus must disclose essential information such as company's objectives, business activities, current financial position, foreseeable risks, and other things.

The prospectus of OW Bunker did not contain information about the Singapore-based subsidiary, Dynamic Trade Oil, or information about the Risk Management division, which before the IPO earned big profits on speculation. Instead the prospectus gave the expression that OW Bunker was a conservative company with a conservative business model.

On this basis, disappointed investors have filed a suit against the former management of the company, the emission banks and former shareholders, the Swedish private equity fund, Altor.

In the thesis we will analyze the Danish law of torts and the legal practice to decide what is requirements to get compensation for the loss because of flaws and deficiencies of the OW Bunker Prospectus.

The thesis finish with a conclusion in which we try to predict the outcome of the civil law suits which will run in many years from now.

The thesis is the final of the master's degree in auditing at Aalborg University.

Indhold

Abstract	1
1 Indledning	4
1.1 Problemformulering	7
1.2 Afgrænsning	7
1.3 Metode	8
1.3.1 Struktur	8
2 Propektretten	10
2.1 Det juridiske grundlag	11
2.2 Propektets indhold	12
2.3 Propektansvaret	18
2.3.1 Erstatningsansvar i dansk ret	19
2.3.2 Retspraksis om propektansvaret	21
2.3.3 Opsummering af retspraksis	32
2.3.4 Ledelses-, rådgiver- og aktionæransvar	34
3 OW Bunker sagen	36
3.1 Virksomhedsmodellen	36
3.2 Risk Management	38
3.3 Dynamic Oil Trading	45
3.4 Altors ejerskab	53
3.5 Salgsprocessen	55
3.6 Børsintroduktionen	56
3.7 Konkursen	56
3.8 Project OAK	58
3.9 Opsamling	61
4 Ansvar	62
4.1 Ledelsen	62
4.2 Emissionsbankerne	65
4.3 OW LUX S.Á.R.L. – Altor Fund II	67
5 Konklusion	69
6 Perspektivering	72
7 Litteraturliste	75

7.1	Bøger:	75
7.2	Tidsskriftartikler:	75
7.3	Artikler	75
7.4	Andet:	76
7.5	Domme og kendelser	77
7.6	Lovregister	77

1 Indledning

Denne afhandling tager udgangspunkt i den store danske erhvervsskandale omhandlende OW Bunker. Hvordan kan et selskab blive børsintroduceret i slutningen af marts 2014, til en markedsværdi på 5,3 mia. kr., for så at gå konkurs omkring syv måneder senere? Konkursen medfører naturligvis et stort retsligt efterspil, hvor ansvar skal placeres på forskellige aktører. Dette leder op til flere spørgsmål: Hvem har ansvaret for en sådan konkurs? Hvordan kan det på bare syv måneder gå så drastisk galt og hvad kunne være gjort anderledes? Dette efterspil vil formentligt vare mange år ud i fremtiden. Sagens aktualitet understreges af, at det retslige efterspil indledes ved Retten i Aalborg, d. 4. april 2018, samtidig med afhandlingens udarbejdelse. Her begynder straffesagen mod direktøren i OW Bunkers datterselskab i Singapore, Dynamic Oil Trading. Dommen i sagen vil blive afsagt d. 30. maj 2018 kl. 12.00 og når derfor ikke at blive inddraget i denne afhandling. Vi vil fokusere på det prospektansvar en række skuffede aktionærer har gjort gældende, da de ikke mener, at OW Bunkers børsprospekt gav et retvisende billede af det selskab de investerede i. I denne afhandling vil vi gennemgå relevant litteratur indenfor prospektansvaret, samt kigge på tidligere domme indenfor området. Derudover vil vi på baggrund af det tilgængelige materiale om OW Bunkers konkurs redegøre for sagens forløb, for på den måde at forstå, hvordan det kunne gå så galt.

En udvikling som denne, kun måneder efter børsnotering til næsten 1 mia. dollar, er temmelig forbløffende og kaster et dårligt lys på den tidligere kapitalfondsejer Altor Equity Partners, selskabets revisor og de banker, som bragte virksomheden på børsmarkedet¹

Ovenstående citat er fra den britiske erhvervsavis Financial Times og viser, at konkursen har vagt genlyd ud over landets grænser. Samtidig viser citatet også, at der er stor fokus på både revisorerne og bankerne, som har været med til børsnoteringen af OW Bunker, samt andre involverede parter i børsnoteringen. Derfor finder vi det interessant at undersøge dette område nærmere.

OW Bunker havde over 600 ansatte fordelt i 29 lande verden over, da selskabet gik konkurs. Selskabet var målt på omsætningen det næststørste i Danmark og havde i 2013 et nettooverskud

¹ Skouboe, Jakob: "OW Bunker – Insidernes fortælling om det dramatiske kollaps" (2015) s. 195

på 63,4 millioner dollar. På første handelsdag på børsen steg kursen på selskabets aktier fra 145 til 175 danske kroner, men allerede i oktober 2014 begyndte det at vække forundring hos nogle investorer, da selskabet af to omgange nedjusterede forventningerne til årets resultat. Forundringen skyldtes, at mange af investorerne havde købt aktier i OW Bunker med den overbevisning, at OW Bunker var en sikker virksomhed, hvor indtjeningen ikke havde en væsentlig følsomhed overfor udviklingen i olieprisen eller tab på debitorer, da disse risici var formindsket som følge af en konservativ risikostyring.

I forbindelse med en børsnotering, som den OW Bunker foretog, skal der udarbejdes et prospekt. I Kapitalmarkedslovens § 10 står der, at i de tilfælde hvor et selskab lader værdipapirer blive optaget til handel på et reguleret marked, må de ikke foranledige optagelse før der er offentliggjort et godkendt prospekt. Når der udstedes værdipapirer optaget til handel på et reguleret marked, kræves det af udstederen at informere mulige investorer om alle relevante oplysninger angående selskabet. Et prospekt er det dokument, som salg af aktier ved optagelse på et reguleret marked baseres på. Det har funktion som et informationsdokument og man kan sammenligne prospektet med en form for varedeklaration for selskabet. På baggrund af prospektet kan investorerne derfor selv træffe beslutninger på et velinformeret grundlag og hermed opveje investeringens risiko for tab, mod den mulighed, der ligger for gevinst. Hvis prospektet indeholder enten fejlinformation eller mangler, er der sket et løftebrud mellem sælger og køber, hvorfor udbyderen kan ifalde ansvar, da aktierne i så fald vil være erhvervet på et fejlagtigt grundlag. Denne fejlinformation, eller mangel på information, kan således medføre et tab for investorerne.

Der skal tages hensyn til beskyttelse af investorerne og til markedets tillid, samtidig skal der også tages hensyn til virksomheders mulighed for at rejse kapital ved en børsnotering og investorernes accept af den risiko, der forelægger ved investering i aktier. Denne balancegang har historisk set gjort, at det har været svært for skuffede investorer at gøre et prospektansvar gældende. Det er således kun sket én gang tidligere i dansk ret, at retten har statueret et prospektansvar således, at skuffede investorer har fået erstattet deres tab som følge af investering på baggrund af et mangelfuldt prospekt. Se afsnit 2.3.2.

Det prospekt som OW Bunker udarbejdede i forbindelse med børsintroduktionen er dermed udgangspunktet for denne afhandling, hvor vi vil holde informationerne i prospektet op mod det

forløb, der er beskrevet i pressen og igennem den igangværende straffesag mod datterselskabets, Dynamic Oil Tradings, direktør. For at kunne vurdere om prospektet er mangelfuldt er det nødvendigt, at gennemgå de relevante regler på området for at få en forståelse af de krav der stilles på området.

OW Bunkers konkurs har udløst et stort juridisk opgør om placering af ansvaret. Bagmandspolitiet har rejst tiltale mod Lars Møller, der var direktør i Dynamic Oil Trading, for mandatsvig af særlig grov beskaffenhed. Konkursboet har i flere sager stævnet den tidligere ledelse, kapitalfonden Altor og selskabets revisorer Deloitte for samlet 2,2 mia. kr. for de tab, der opstod i Dynamic Oil Trading og Risk Management samt for det udbytte på 1,2 mia. kr. som kapitalfonden Altor, trak ud af selskabet i 2013. Fem institutionelle investorer anført af PFA har stævnet OW Bunkers konkursbo, tidligere bestyrelsesformand, tidligere næstformand og direktion for 67 mio. kr. for manglende overholdelse af værdipapirlovens oplysningsforpligtelser.²

Endelig har en række institutionelle investorer med PFA og ATP i spidsen stævnet OW Bunkers konkursbo, Altor, investeringsbankerne Carnegie og Morgan Stanley, den tidligere bestyrelse og ledelse for 769 mio. kr. med påstand om, at børsprospektet var mangelfuldt. Samme påstand har 2.400 private investorer, der har fået fri proces til at stævne Altor og den tidligere ledelse for 321 mio. kr. ved et gruppesøgsmål. Til sidst har et belgisk konsulentfirma stævnet Carnegie og Morgan Stanley for 534 mio. på vegne af 21 udenlandske investorer.³

Denne indledning er baggrund for afhandlingens problemformulering som følger i nedenstående afsnit.

² Høberg, Jesper: "OW Bunker-chefer skjulte tilgodehavender for trecifrede millionbeløb", Jyllands posten

³ Høberg, Jesper: "OW Bunker-chefer skjulte tilgodehavender for trecifrede millionbeløb", Jyllands posten

1.1 Problemformulering

Formålet med afhandlingen er at vurdere aktionærene i OW Bunkers stilling i forhold til at kræve erstatning for deres tab ved OW Bunkers børsintroduktion på baggrund af fejl og eller mangler ved børsprospektet. Dermed lyder problemformuleringen således:

- *Hvordan behandles prospektansvaret i dansk ret?*

Og på baggrund af dette:

- *Hvordan er aktionærernes mulighed for at kræve erstatning fra de prospektansvarlige, for det tab de led som følge af investering i aktier ved OW Bunkers børsintroduktion?*

Problemformuleringen er todelt, men stadig sammenhængende, da første del danner grundlag for at kunne besvare anden del af problemformuleringen.

1.2 Afgrænsning

I forbindelse med en børsnotering kan man både drages til ansvar for prospektet og selve gennemførelsen af emissionen, men da det er prospektansvaret, der er relevant i forhold til OW Bunkers konkurs vil emissionsansvaret ikke blive behandlet i denne afhandling. Emissionsansvaret vil kun kortvarigt blive berørt i forbindelse med gennemgang af retspraksis og afgørelsen af Hafnia-sagen.

Da afhandlingen omhandler prospektansvaret og ikke samtlige prospektregler, er der derfor kun redegjort for lovgivningen omkring de formelle regler om kravene til indholdet i prospekter i det omfang, at det har relevans til OW Bunkers børsprospekt. Prospektreglerne er derfor redegjort for, i det omfang det findes relevant i forhold til bedømmelsen af prospektansvaret.

OW Bunkers konkurs har medført et stort retsligt efterspil, der ikke kun handler om prospektansvar. En række investorer mener, at OW bunkers ledelse og ejere har forbrudt sig mod det sælgeransvar, der ligger i købeloven. De mener også, at bestyrelsen ikke opfyldte deres forpligtelser i perioden mellem børsintroduktionen og konkursen. Prospektansvaret er denne afhandlings omdrejningspunkt, hvorfor andre ansvarsforhold kun behandles i det omfang, at det har relevans for prospektansvaret. Værdipapirhandelslovens regler om oplysningsforpligtelse er af samme grund

ikke inddraget. Overordnet set er det kun de retssager og tilhørende regulering, der omhandler prospektansvaret, der vil blive behandlet i denne afhandling. Dog inddrages dele af sagens forløb, der ikke direkte har med prospektansvar at gøre, men medvirker til forståelsen af sagen som helhed.

1.3 Metode

Til at belyse hvorledes prospektansvaret behandles i dansk ret, er den retsdogmatiske metode anvendt. Dermed er den gældende ret beskrevet, analyseret og systematiseret. Formålet er at henhøre fakta under juridiske regler og på den måde nå frem til et juridisk resultat. Jura drejer sig i høj grad om følgende proces: faktum – jus – subsumption. Faktum er det faktiske hændelsesforløb og jus er de juridiske regler, hvori faktum passer ind. Subsumption handler om at holde faktum og jus op mod hinanden, for at nå frem til et juridisk resultat. Benyttelsen af denne proces i afhandlingen vil blive præciseret yderligere, når afhandlingens struktur forklares i nedenstående figur 1. Med andre ord er formålet at vurdere, hvorvidt de skuffede aktionærer i OW Bunker, har en mulighed for at få erstatning for deres tab i forbindelse med OW Bunkers konkurs. Specialet tager således sit afsæt i prospektområdets reguleringer og herefter i retspraksis, hvor der foretages en analyse af fem afgørelser. I den forbindelse vil der endvidere ske en ganske kort sontring til historisk ret, hvor der vil blive set på den udvikling, som lovgivningen har været underlagt. Ud fra dette vurderes hvilke afgørende faktorer, der har indvirkning på prospektansvaret.

Afhandlingens retskilder anvendes i overensstemmelse med den juridiske metode, hvis formål er at finde gældende ret ved at søge efter hjemmel i retskilderne. Som retskilder benyttes i denne afhandling national- og EU-lovgivning samt retspraksis.

1.3.1 Struktur

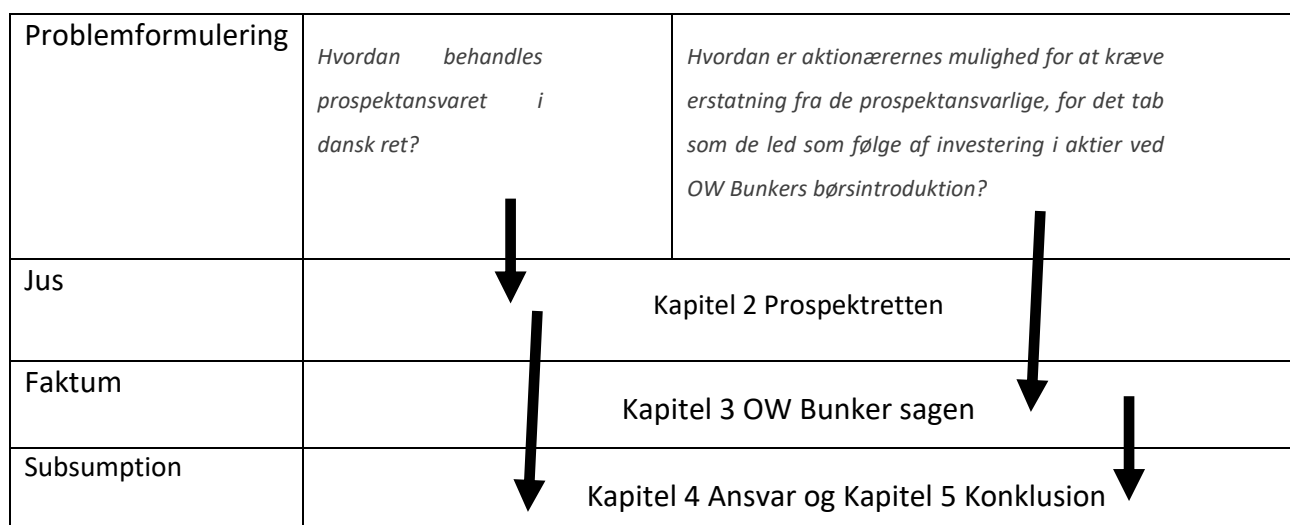
Formålet med *kapitel 1 indledningen*, er at præsentere prospektemnet og dets relevans. Samtidig vil OW Bunker blive præsenteret som case. Dette danner grundlag for den efterfølgende problemformulering, som indeholder de to hovedspørgsmål, der forsøges besvaret i afhandlingen. Dernæst indeholder indledningen en afgrænsning af emner, der ikke kommer med i afhandlingen samt en begrundelse herfor. Til sidst er dette metodeafsnit en præsentation af, hvordan problemformulering besvares og afhandlingen opbygges.

I den næste del af afhandlingen *kapitel 2 Prospektretten*, præsenteres de grundlæggende krav, der stilles til et prospekt herunder, hvilke regler der regulerer området. Herefter fremstilles afsnittet om prospektansvaret, som er inddelt således, at dansk rets almindelige erstatningsregler præsenteres. Derefter gennemgås fem domme med relevans for prospektansvaret og heraf udledes nogle generelle principper for, hvordan de erstatningsretlige regler anvendes til at fastlægge ansvar for fejl og mangler i et børsprospekt. Denne del af opgaven har til formål at præsentere de juridiske regler, altså det som i den ovenfor nævnte proces kaldes *jus*. I denne del af afhandlingen dannes grundlaget for besvarelsen af første del af problemformuleringen.

Næste del af afhandlingen *kapitel 3 OW Bunker sagen*, er en analyse af OW Bunker sagens forløb med børsintroduktion og efterfølgende konkurs. OW Bunkers prospekt vil blive vurderet i forhold til de indholdsmæssige krav. Yderligere vil OW Bunkers situation sammenholdes med de grundlæggende principper for prospektansvar, der er præsenteret i det foregående afsnit. Denne del har til formål at præsentere faktum, altså det faktiske hændelsesforløb. I denne del af afhandlingen dannes grundlaget for besvarelse af anden del af problemformuleringen.

Tilslut sammenfattes de to analysedele i opgaven i *kapitel 4 Ansvar*, hvorefter afhandlingen afsluttes med *kapitel 5 konklusion*, hvis formål er at besvare problemformuleringen. Denne del af afhandlingen kaldes subsumtion og har til formål at holde jus og faktum op mod hinanden for at nå frem til et juridisk resultat.

Ovenstående er illustreret i nedenstående figur, hvor sammenhænge illustreres:



Figur 1: Opgavens struktur

1.3.2 Kilder

Da OW Bunker sagen formentlig vil løbe mange år ud i fremtiden, giver det en udfordring i forhold til den information, der er offentligt tilgængelig om sagen. En stor del af grundlaget for beskrivelsen af sagen stammer fra avisartikler, hvor de involverede parter udtrykker sig om sagen. Bogen *OW Bunker – Insidernes fortælling om det dramatiske kollaps* er ligeledes en bog, der er skrevet på baggrund af journalistisk arbejde, hvor tidligere ansatte både ved navn og anonymt medvirker i bogen. Beskrivelsen af sagen er grundlagt på sekundære kilder, hvor der kan være en risiko for nogle oplysninger er udeladt eller fejlfortolket. Ligesom journalisten kan have en interesse i en vinkling på historien for at sikre øget salg eller flere læsere. Yderligere er det vigtigt at forholde sig til, at de parter, der udtaler sig til medierne, kan have individuelle dagsordener. De forskellige aktører har interesse i at fremstille sagen på forskellige måder for at fremme deres egen sag. Dette forhold vil vi inddrage ved anvendelse af udtalelser fra involverede parter i løbet af opgaven. Vi har valgt at anvende artikler fra primært større avisers erhvervssektioner.

Forholdene beskrevet i dette afsnit er vigtige at være bevidste om både ved udarbejdelsen af specialet, men også ved læsning af specialet.

2 Prospektretten

I det følgende afsnit gives et overblik over de gældende retskilder, for på den måde at skabe et overblik over kravene til et børsprospekt. I det kommende afsnit vil fokus være på det juridiske grundlag samt informationskravene til et prospekts indhold, der har relevans til prospektansvaret.

2.1 Det juridiske grundlag

Kapitalmarkedet og herunder handel med værdipapirer sker i dag på tværs af landegrænser. Denne internationalisering medfører, at en stor del af reguleringen er EU-baseret, hvorfor dette vil blive analyseret i kommende afsnit.

Oprettelsen af det indre marked, hvor der tages hensyn til blandt andet kapitalens frie bevægelighed, har betydet, at flere lande i EU har måttet fravige deres suverænitet i forhold til fastsættelse og håndhævelse af reglerne for kapitalmarkedet. I første omgang var idéen bag dette at sørge for, at investorerne på tværs af landegrænser ville kunne handle på bedst mulige vilkår, hvilket vil øge aktiviteten i fællesskabet. Prospektdirektivet⁴ regulerer de overordnede regler for prospekter⁵. Implementeringen af prospektdirektivet fra 2003 ændrede de danske prospektregler med virkning fra d. 1. juli 2005. Direktivets formål er at give investorerne beskyttelse og samtidig gennem direktiverne sikre et højt informationsniveau. Samtidig skal direktiverne også være medvirkende til at sikre markedseffektivitet samt tillid til værdipapirerne. Herudover er direktivet med til at sørge for, at prospekter i EU har nogle fælles træk, som gør dem sammenlignelige, således at prospekter kan anerkendes på tværs af landegrænser og derigennem gøre det nemmere at rejse kapital i flere EU-lande. Direktivet blev implementeret i national dansk lovgivning i 2004⁶. De mindstekrav, der stilles til informationer, der skal fremgå af prospektet, er fastsat af EU-Kommissionen ved prospektforordningen⁷. I forordningen fastsættes detaljerede krav til prospektets indhold og indeholder bilag med skemaer, der skal bruges ved udarbejdelse af et prospekt. Forordningen gælder direkte i medlemsstaterne og er den væsentligste retskilde i forhold til fastlæggelse af detaljerede krav til indholdet i et prospekt.

⁴ Direktiv 71/2003/EF som er ændret ved 73/2010, samt direktiv 34/2001,

⁵ Pedersen, Thomas Christian og Windberg, Christian Morsø: "Prospektansvaret i dansk ret" (2016) s. 44

⁶ Ved lov nr. 1460 af 22. december 2004, om ændring af værdipapirhandelsloven

⁷ Kfo. 809/2004 med flere ændringsforordninger efterfølgende

Der er i dansk lovgivning en tendens til, at størstedelen og de mest overordnede regler implementeres på lovniveau i dansk ret⁸. I dansk lov reguleres prospektretten i Kapitalmarkedsloven, som trådte i kraft d. 3. januar 2018 og dermed erstattede Værdipapirhandelsloven. I forhold til reglerne for prospekter ved optagelse til handel på reguleret marked af omsættelige værdipapirer videreføres den tidligere gældende ret fra værdipapirhandelsloven. I forhold til at gøre det mere overskueligt er der midlertidig nogle sproglige ændringer, ligesom der anvendes flere paragraffer.

2.2 Prospektets indhold

Prospektforordningen indeholder en række detailkrav til de oplysninger et aktieprospekt skal indeholde. I forordningens bilag 1, aktieregistreringsdokumentet, opstilles 25 mindstekrav. Herudover fremgår der også nogle regler om offentliggørelse og annoncering, og skemaerne skal altså benyttes til udarbejdelse af et prospekt. Oplysningskravene er fastlagt ud fra, hvad der antages at være fyldestgørende information for investorerne, hvis de går med tanker om at investere i de pågældende værdipapirer. Bestemmelsen betyder, at en myndighed ikke længere har mulighed for at forlange, at prospektet skal indeholde oplysninger, som ikke indgår i de 25 krav i forordningen. Det betyder blandt andet, at børsen ikke kan stille specielle krav til prospektet som tidligere, men at prospektet skal indeholde oplysninger, der gør det muligt for investorerne at danne sig et velbegrunderet overblik over udstederens aktiver og passiver, finansielle stilling, fremtidsudsigter m.m. De 25 mindstekrav som aktieregistreringsdokumentet indeholder oplysninger om er⁹:

1. Ansvarlige
2. Revisorer
3. Udvalgte regnskabsoplysninger
4. Risikofaktorer
5. Oplysninger om udsteders historie og udvikling
6. Forretningsoversigt
7. Organisationsstruktur
8. Ejendomme, anlæg og udstyr

⁸ Pedersen, Thomas Christian og Windberg, Christian Morsø: "Prospektansvaret i dansk ret" (2016) s. 44

⁹ Schaumberg-Müller, Peer og Werlauff, Erik: "Børs- og kapitalmarksret" (2012) s. 310

9. Gennemgang af drift og regnskaber
10. Kapitalressourcer, forskning og udvikling
11. Patenter og licenser
12. Trendoplysninger
13. Resultatforventninger eller prognoser
14. Bestyrelse, direktion og tilsynsorganer samt ledere
15. Aflønning og goder
16. Bestyrelsens arbejdspraksis
17. Personale
18. Større aktionærer
19. Transaktioner med tilknyttede partnere
20. Oplysninger om udstederens aktiver og passiver, finansielle stilling og resultater
21. Yderligere oplysninger (aktiekapital og vedtægter)
22. Væsentlige kontrakter
23. Oplysninger fra tredjemand, Ekspertudtalelser og interesseerklæringer
24. Dokumentationsmateriale
25. Oplysninger om kapitalbesiddelser

Der vil nu blive udvalgt nogle punkter fra den ovenstående liste, hvor de udvalgte punkter vil blive beskrevet lidt mere detaljeret, samt hvad der skal fremgå af disse punkter når et prospekt bliver offentliggjort.

Et prospekt skal angive, hvilke personer der er ansvarlige for hele eller dele af prospektet¹⁰. Dette vil ske i form af en prospekterklæring, der underskrives af de ansvarlige. Denne skal indsættes inden resuméet. Mindst én person, normalvis vil det være selskabet selv, skal være ansvarlig for hele prospektet. De ansvarlige skal i prospektet afgive erklæring om, at de:

har gjort deres bedste for at sikre, at oplysningerne i prospektet (eller den del af prospektet som de er ansvarlige for) efter deres bedste vidende er i

¹⁰ Prospektforordningen bilag 1, Aktieregistreringsdokumentet, pkt. 1

overensstemmelse med fakta, og at der ikke er udeladt oplysninger, som kan påvirke dets indhold.

Erklæringen afgives typisk på vegne af selskabet, men af den samlede direktion og bestyrelsen. Samtidig skal der efter finanstilsynets praksis i forlængelse af erklæringen angives de væsentligste informationer om disse personers ledelsesposter samt hverv.¹¹

Risikofaktorer skal ligeledes beskrives i prospektet¹² og skal inddeles i forskellige kategorier, blandt andet generelle brancherisici, samt virksomhedsrisici. Under de forskellige punkter kan der, under risikofaktorerne for udstederens aktiviteter, kigges på punkter som risici ved tab af aktiver, eller risici vedrørende pludselige omkostninger. Ved de finansielle risici kan man se på selskabets finansiering, samt risici forbundet med muligheden for fremtidig finansiering. Herudover skal der også kigges på udstederens branche og hvilke risici, der er forbundet med dette. Det kunne eksempelvis være den generelle økonomiske situation i branchen, råvarepriser eller lignende. Udover disse risici, skal der også være et afsnit, der beskriver risikofaktorerne vedrørende værdipapirerne. Dette kunne eksempelvis være kontrollerende aktionærer med en anden agenda end andre aktionærer eller valutarisici. Samtidig skal de tiltag, virksomheden har gjort for at modvirke risikofaktorerne beskrives i prospektet. Hvis der er mulighed for det, vil der også skulle vedlægges en følsomhedsanalyse i henhold til de risici der er, samt disses påvirkning på årsresultatet samt de kommende år. Efter Hafnia dommen, som vil blive beskrevet senere i afhandlingen, er der i de senere år kommet en forståelse af, at emissionsinstitutter beskriver selskabet i for negative vendinger for at kunne fraskrive sig ethvert prospektansvar. Dette kan være ligeså kritisabelt som at tegne et rosenrødt billede af virksomhedens risikofaktorer¹³.

Et andet vigtigt punkt, som skal være beskrevet i prospektet, er selskabets forretningsstrategi, finansielle målsætning samt selskabets finansieringspolitik. Selskabets konkurrencesituation er også et af de punkter, der skal beskrives i prospektet, herunder størrelsen af de markeder de opererer på samt selskabets markedsandel. Konkurrencesituationen skal opdeles ud på de væsentligste forretningsområder og beskrive konkurrencesituationen på de enkelte markeder. En beskrivelse af, hvor meget de forskellige kundegrupper aftager, de vigtigste kunder, samt hvor stor en andel af

¹¹ Prospektforordningen, bilag 1, Aktieregistreringsdokumentet, pkt. 1,2.

¹² Prospektforordningen bilag 1, Aktieregistreringsdokumentet, pkt.4

¹³ Schaumberg-Müller, Peer og Werlauff, Erik: "Børs- og kapitalmarkedsret" (2012) s. 310

selskabets salg de enkelte kunder aftager skal også fremgå af prospektet. Samtidig skal en beskrivelse af leverandørerne medtages i prospektet. Herunder skal det beskrives, hvor afhængige selskabet er af de enkelte leverandører samt muligheden for at finde andre lignende leverandører. I prospektet skal det også fremgå en beskrivelse af hvert enkelt bestyrelsesmedlems tidligere hverv, samt en beskrivelse af selskabets ledelse.

Udover den ovennævnte detailregulering indeholder den danske lov også nogle bestemmelser. I Kapitalmarkedsloven § 10 er det fastlagt, at en udsteder eller andre fysiske og juridiske personer ikke må foranledige optagelse til handel på et reguleret marked, før der er offentliggjort et godkendt prospekt for den pågældende optagelse til handel. I Kapitalmarkedslovens § 12, som er en videreførelse af generalklausulen i Værdipapirhandelsloven § 23 stk. 3., står der, at:

et prospekt skal indeholde de oplysninger, der afhængigt af de karakteristiske træk ved udstederen og ved de omsættelige værdipapirer er nødvendige for, at investorerne og deres rådgivere kan foretage et velbegrundet skøn over udstederens aktiver og passiver, finansielle stilling, resultater og fremtidsudsigter. Prospektet skal endvidere indeholde de nødvendige oplysninger om en eventuel garant og om rettigheder, der er knyttet til de omsættelige værdipapirer, som udbydes til offentligheden eller optages til handel. Prospektet skal præsenteres på en måde, som gør det muligt at forstå indholdet og vurdere betydningen af de givne oplysninger.

Ud fra dette uddrag af Kapitalmarkedslovens § 12 kan det altså ses, at prospektet skal kunne bruges af en investor til at danne det nødvendige overblik og grundlag for at lave investeringer uden at skulle indhente yderligere oplysninger end dem, der er angivet i prospektet. I en senere vurdering af prospektets opfyldelse af lovreglerne vil det ofte være dette § 12 krav, som prospektet skal vurderes på baggrund af i primærmarkedet. Dette hænger også sammen med, at finanstilsynet inden offentliggørelsen vurderer prospektets formelle indhold.

Mens de overordnede regler fremgår af Kapitalmarkedsloven, er de mere detaljerede regler om prospektets indhold samt format fastsat af finanstilsynet. Finanstilsynet har udstedt en prospektbekendtgørelse samt en tilhørende vejledning og betingelsesbekendtgørelse. I prospektbekendtgørelsen findes blandt andet definitioner på begreber i loven, formkrav,

uddybende regler og detaljer omkring udbuddet og udbudspligten og undtagelserne til de førnævnte regler. Herefter følger vejledningen, som uddyber prospektbekendtgørelsen samt bestemmelserne heri. Det betyder altså, at prospektet både skal overholde reglerne beskrevet i prospektbekendtgørelsen samt prospektforordningens mindstekrav. Et prospekt skal enten opbygges i ét samlet dokument eller som et tredelt dokument med henholdsvis et registreringsdokument, en værdipapirnote samt et resumé¹⁴.

Alle prospekter skal indeholde et resumé. Dette resumé skal være kortfattet, i et ikke-teknisk sprog samt indeholde nøgleoplysninger. Resuméet skal indeholde en advarsel om flere ting. Blandt andet skal der være advarsel om: At resuméet kun skal læses som en indledning til prospektet, og at en beslutning om investering i værdipapirerne ikke bør træffes alene på baggrund af resuméet, men skal tages på baggrund af prospektet som helhed. Herudover skal der også stå, at de ansvarlige for prospektet kan ifalde et civilretligt ansvar, men kun såfremt det er misvisende, ukorrekt, uoverensstemmende eller ikke indeholder nøgleoplysninger, når det læses sammen med de andre dele af prospektet¹⁵.

I betingelsesbekendtgørelsen er det beskrevet, at Finanstilsynet godkender prospekter samt fastsætter betingelser for godkendelse, krav til værdipapirerne, løbende forpligtelser for udsteder, suspension og ophævelse af officiel notering samt dispensations- og sanktionsregler. Finanstilsynet har uddelegeret kompetencen til Børsen at *stille enhver betingelse, som er nødvendig for at beskytte investorernes interesse*¹⁶. Det betyder, at Børsen kan stille yderligere krav til det, der allerede fremgår af betingelsesbekendtgørelsen. Reglerne for offentliggørelse af prospekter findes i Kapitalmarkedslovens §§ 24 og 25. Efter prospektets godkendelse skal en udsteder offentliggøre og udbrede oplysninger efter Kapitalmarkedslovens § 24. Det betyder, at der hurtigt skal kunne opnås adgang til disse oplysninger i hele Den Europæiske Union og lande, som Unionen har indgået aftale med på det finansielle område. Samtidig må udbredelsen af oplysninger ikke ske på et diskriminerende grundlag. Oplysningerne skal udbredes ved brug af medier, som med rimelighed kan forventes at sørge for, at oplysningerne når ud til offentligheden i hele Den Europæiske Union,

¹⁴ Pedersen, Thomas Christian og Windberg, Christian Morsø: "Prospektansvaret i dansk ret" (2016) s. 46

¹⁵ Prospektbekendtgørelsen §16

¹⁶ Finanstilsynets bekendtgørelse nr. 1214. af 12 oktober 2007 om beføjelser til OMX, Den Nordiske Børs København A/S

samt de lande Unionen samarbejder med på det finansielle område. Herudover skal en udsteder også indsende oplysninger til Finanstilsynet, som opbevarer dem samtidig med offentliggørelsen¹⁷. Inden prospektets offentliggørelse skal det godkendes af Finanstilsynet¹⁸. Det er i Finanstilsynets notat af 15. juli 2014 noteret, at godkendelsen udelukkende vedrører prospektets formelle indhold samt det overordnede krav i Kapitalmarkedslovens § 12 og ikke dets materielle indhold¹⁹. Dermed er godkendelsen ikke en kontrol af den materielle rigtighed, hvorfor investorbekyttelsen kun øges meget begrænset. Den materielle godkendelse sker gennem udsteder og rådgivere samt ved verifikationspåtegningen. Verifikationspåtegningen er ikke et direkte krav i lovgivningen, men det er efter sagen om bankTrelleborg, som beskrives senere i afhandlingen, blevet et retspraksisbaseret behov, at et selskab lader et prospekt verificere inden børsnotering, da undladelse kan være ansvarspådragende. Det ses som et led i god prospektetik, og har til formål at sikre investorerne, at prospektets informationer er verificerede og retvisende²⁰.

Finanstilsynets kontrol har tidligere været genstand for en juridisk debat. I den juridiske litteratur er det anført, at Finanstilsynets kontrolforpligtelse blandt andet indebærer, at de skal kontrollere, at prospektkravene er opfyldt, at de anførte oplysninger ikke er tydeligt forkerte, samt at de opgivne oplysninger er fyldestgørende, hvorfor investor kan danne sig et velbegrunderet overblik over selskabets aktiver, passiver, finansielle stilling og fremtidsudsigter i henhold til Kapitalmarkedsloven § 12. Denne debat blev så forstærket efter en afgørelse af Finanstilsynet selv i 2008. Et udkast til et børsprospekt blev afvist efter, at kravene i den dagældende Værdipapirhandelslovens § 23 stk. 3 ikke var opfyldt²¹. Denne afgørelse må altså tolkes således, at finanstilsynets kontroller rækker udover blot at efterse om de formelle krav til prospektet er opfyldt. Dog er det stadig vigtigt at pointere, at Finanstilsynets kontrol ikke er en dybdegående kontrol af prospektets oplysninger, hvorfor investorerne stadig skal have stillet sikkerhed for oplysningerne gennem tidligere nævnte erklæringer og verifikationspåtegning.

¹⁷ Kapitalmarkedsloven §§24 og 25

¹⁸ Kapitalmarkedsloven §13 stk. 2

¹⁹ Finanstilsynets vejledning nr. 9592/2012 og Finanstilsynets notat af 15. juli 2014 om praktisk information ved store udbud pkt. 4.

²⁰ Pedersen, Thomas Christian og Windberg, Christian Morsø: "Prospektansvaret i dansk ret" (2016) s. 48

²¹ Værdipapirhandelsloven §23 stk. 3 er videreført i kapitalmarkedsloven §12.

Lovgivningen inden for prospekter er blevet skærpet i årenes løb, det kan blandt andet ses ved, at der løbende er udstedt ændringsdirektiver osv. Bedømmelse af om prospektet er misvisende falder typisk på baggrund af Kapitalmarkedsloven § 12, den tidligere § 23, stk. 3. i Værdipapirhandelsloven. Det er ikke muligt at lave mere konkrete regler for ansvaret, da alle selskaber er unikke, hvorfor det beror på det konkrete selskabs forhold, hvorvidt et prospekt er tilfredsstillende.

2.3 Prospektansvaret

I dette afsnit vil prospektansvaret blive behandlet. Prospektansvar er det ansvar, man som prospektansvarlig kan ifalde ved fejl og forsømmelser ved udarbejdelsen af et prospekt. Det skal oplyses i prospektet, hvem der er prospektansvarlig. Det kan dog ikke læses, hvad der skal til for at ifalde prospektansvar af de børs- og kapitalmarkedsretlige regler. Ansvarsspørgsmålet omkring den erstatningsretlige behandling på kapitalmarkedet er ikke EU-harmoniseret. Prospektdirektivet indeholder kun meget begrænsede regler omkring prospektansvaret.²² Der er tre forhold omkring prospektansvaret, der reguleres i prospektdirektivet. For det første skal man som ansvarlig for prospektet kunne ifalde ansvar overfor personer, der har lidt tab som følge af oplysninger i prospektet. For det andet skal der kunne ifaldes et administrativt ansvar og for det tredje kan en person, der vil gøre krav gældende baseret på prospektet, ikke alene støtte dette krav på prospektets resume²³. Det betyder, at de krav, der stilles til prospektet, som er omtalt i afsnit 2.2, er harmoniseret, mens konsekvenserne ved fejl og mangler er overladt til det enkelte lands erstatningsregler. I nogle lande findes der en børserstatningslov gældende for området. Det er ikke tilfældet i Danmark, hvorfor det er dansk rets almindelige erstatningsretlige betingelser, der skal opfyldes for, at der kan foreligge erstatningsansvar.²⁴

Til at forstå, hvordan de erstatningsretlige betingelser fungerer i praksis, hvad angår prospektansvaret, gennemgås relevante domme. Den vigtigste dom på området U.2002.2067 H omkring forsikringskoncernen Hafnia, der gik konkurs tre uger efter at have gennemført en aktieemission. En anden dom er U.2013.398 H omhandlende bankTrelleborg, hvor minoritetsaktionærernes aktier blev tvangsindløst til en væsentligt lavere kurs, end den de havde

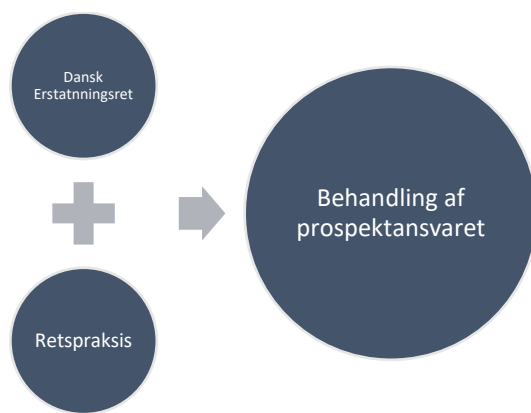
²² Prospektdirektivet artikel 6 suppleret med artikel 25 og 26

²³ Schmidt, Mikael Philip: "Prospektretten" (2016) s. 356

²⁴ Werlauff, Erik, PowerPoint: "Kapitalmarkedets virksomheder, prospekt, oplysningsforpligtelser"

konverteret deres garantkapital til aktier for syv måneder tidligere. Retspraksis er relativt begrænset og selvom Hafnia-sagen omhandler en emission i 1992 og dommen er fra 2002, så er det stadig en vigtig dom for dette område. Det ses blandt andet i sagen om prospektansvar i Amagerbanken, hvor Amagerbankens konkursbo i 2016 frikendes. Her henviser SØ- og Handelsretten til Hafnia-dommen under begrundelsen for, hvorfor konkursboet frifindes²⁵. Dommen om bankTrelleborg er den første danske dom, der fastslår et ansvar i forhold til et mangelfuldt børsprospekt. Dommen er fra 2013 og har derfor en høj præjudikatværdi for området.

Fremgangsmåden illustreres i nedenstående figur 2:



Figur 2: Behandling af prospektansvaret i dansk ret

De grundlæggende erstatningsretlige betingelser i dansk ret sammenholdes med retspraksis omhandlende prospektansvaret og andre relevante domme omhandlende erstatning for tab ved investering i børsnoterede selskaber. Denne sammenholdning skal være med til at forstå, hvordan prospektansvaret behandles i dansk ret og dermed til besvarelse af første del i problemformuleringen.

2.3.1 Erstatningsansvar i dansk ret

For at nogen kan blive erstatningsansvarlige efter dansk ret, er det en grundlæggende betingelse, at skadevolderen skal have handlet culpøst. Det vil sige, at ansvar indtræder, hvis en skade sker som følge af en fortsættelig eller uagtsom handling. Oprindeligt brugte man den gode familiefaders, bonus pater familias, forsigtighed og omhu som et pejlemærke for om en person havde handlet culpøst. Denne tilgang er i dag ændret lidt, så man vurderer handlingen eller udeladelsen i forhold

²⁵ "SØ- og Handelsrettens dom af 21. december 2016 (P-18-13)" s. 69-70

til et for handlingens tidspunkt anerkendt adfærdsmønster.²⁶ Det er som udgangspunkt ved en culpavurdering skadelidte, der har bevisbyrden for, at skadevolder har handlet uagtsomt.²⁷ Der sondres mellem almindelig uagtsomhed, grov uagtsomhed og fortsæt. En handling er groft uagtsom, hvis handlingen indebærer en indlysende fare for den skade, som faktisk indtraf. Sondringen kan have indflydelse på både ret til erstatning og for en eventuel forsikringsdækning.

Handlingen skal desuden være retsstridig, hvilket betyder, at den ikke må være omfattet af straffrihedsgrund, herunder kan accept af risiko spille en rolle for prospektansvaret.

Derudover skal der være lidt et tab og udgangspunktet er, at skadelidte skal stilles i samme økonomiske situation som før skaden. Skadelidte har dog en pligt til at begrænse tabet.²⁸ Ved prospektansvaret vil tabet være differencen mellem det i selskabet investerede beløb og den eventuelle tilbageværende værdi ved salg eller konkurs.

Der skal være en årsagssammenhæng og adækvans mellem handlingen som skadevolder har foretaget og den skade, der er indtruffet. Skaden skal være en konsekvens af handlingen og må således ikke være indtrådt, hvis den ansvarspådragendes handling ikke forelå. Til sidst betyder kravet om adækvans, at skaden skal være påregnelig og dermed ikke en helt atypisk eller upåregnelig følge af den ansvarspådragende handling.

Dette kan sammenfattes i følgende fire punkter:

1. Culpa
2. Retsstridighed
3. Tab
4. Årsagssammenhæng og adækvans

Den efterfølgende analyse af retspraksis er med til at give en forståelse af hvad, der for de enkelte punkter er væsentligt i forhold til området for prospektansvar.

²⁶ Schmidt, Mikael Philip: "Prospektretten" (2016) s. 357

²⁷ Eyben, Bo Von og Isager, Helle: "Lærebog i erstatningsret" (2015) s. 129f

²⁸ Eyben, Bo Von og Isager, Helle: "Lærebog i erstatningsret" (2015) s. 339.

2.3.2 Retspraksis om prospektansvaret

Der er relativt få sager om prospektansvar i dansk ret²⁹, men i dem der findes, er der nogle karakteristika for, hvordan ovenstående erstatningsretlige betingelser anvendes i forhold til prospekter. I dette afsnit gennemgås retspraksis for prospektansvaret i form af Hafnia-sagen, der har været den mest betydningsfulde dom på området siden Højesteret afsagde denne i 2002 samt bankTrelleborg-dommen fra 2013. Udover disse to domme kan der udledes nogle principper af dommene Hope Computer, Commercial og Nordisk Fjer, hvorfor disse berøres kort. Dommene vil blive præsenteret i kronologisk rækkefølge med den ældste først. Hope Computer og Commercial dommene handler ikke om prospektmangler men i stedet om urigtige børsmeddelelser, men her kan stadig udledes ud fra dommene, hvordan retspraksis er for området.

2.3.2.1 Hope Computer

I sagen om Hope Computer³⁰ havde sagsøgerne fremsat påstand om, at en revisionsvirksomhed var erstatningsansvarlig for fejl i forbindelse med en revisionsopgave. Sagsøgerne havde investeret i selskabet blandt andet på baggrund af en selskabsmeddelelse d. 15. november 1989 omhandlende et perioderegnskab for tredje kvartal 1989. Heri havde selskabet indregnet to aftaler om salg. Indregning af salget havde været diskuteret med revisor og betød, at resultat var et overskud på omkring 2 mio. kr. i stedet for et underskud på 2 mio. kr. Perioderegnskabet var til internt brug og revisorerne forventede ikke, at det skulle videregives til markedet. Retten fandt, at revisorerne ikke havde overholdt sine forpligtelser i forhold til indregning af salget. Højesteret frifandt dog revisorerne, da investeringen også var sket på baggrund af oplysninger fra bestyrelsesmedlemmer og tidligere nøglepersoner i selskabet. Perioderegnskabet viste midlertidigt underskud på den primære drift, ligesom de foregående år havde vist dårlige resultater. Efter købet viste årsregnskabet fra 1989 et underskud på 19 mio. kr. og dette afholdte ikke sagsøgerne for at tilføre yderligere kapital til selskabet. På den baggrund fandt Højesteret, at børsmeddelelsen kun havde spillet en mindre rolle for investorernes beslutning om at købe aktier i selskabet og i en begrænset periode, hvorfor der ikke fandtes årsagssammenhæng mellem børsmeddelelsen og det tab som investorerne havde lidt.

²⁹ Schmidt, Mikael Philip: "Prospektretten" (2016) s. 360

³⁰ U.2000.595.H – "Hope Computer"

2.3.2.2 Commercial

Commercial sagen³¹ omhandlende emissionsbanken, Bikubben Girobankens, rolle i forbindelse med en emission i selskabet Commercial Holding International i november 1989. Commercial udbød aktier for 22,1 mio. kr., men ved udløbet af tegningsperioden var der kun tegnet nye aktier for 9,7 mio. kr. Selskabets ledelse og Bikubben, der havde afgivet garanti for tegningen aftalte, at ledelsen skulle aftage de resterende aktier gennem et nystiftet selskab. Det nystiftede selskab havde så til formål at sælge aktierne på bedst mulig måde. Erhvervelsen af aktierne blev finansieret af Bikubben, som på den måde opfyldte tegningsgarantien. Ledelsen afgav ordre på det resterende beløb plus yderligere 2,5 mio. kr. aktier, hvorefter det blev offentliggjort i en selskabsmeddelelse, at emissionen var overtegnet. Sagsøgeren havde investeret i aktier til en gennemsnitkurs på 280 kr., mens kursen var faldet til 130 kr., da selskabet ca. halvandet år senere præsenterede årsregnskabet for 1990. Herefter faldt kursen til 0 kr. over de efterfølgende tre år. I hele perioden ejede sagsøgeren aktierne. Retten fandt, at selskabsmeddelelsen var urigtig og kurspåvirkende. Landsretten fandt det dog ikke godtgjort, at Bikubben bevidst havde vildledt aktionærerne eller, at sagsøgeren ville have solgt sine aktier såfremt selskabsmeddelelsen havde indeholdt rigtige oplysninger. Højesteret mente dog, på baggrund af yderligere information, at selskabsmeddelelsen var tydelig urigtig og havde til formål at vildlede markedet om et væsentligt kurspåvirkende forhold. Selvom Højesteret konstaterede, at det var usikkert, hvorledes en korrekt meddelelse ville påvirke investorer og kursen. Denne usikkerhed kunne dog ikke komme banken til gode. Højesteret fandt ligeledes, at der var en tidsmæssig begrænsning for, hvor længe den fejlagtige meddelelse kunne påvirke investorernes bedømmelse af selskabet. På den baggrund kunne der alene tilkendes erstatning frem til det tidspunkt, hvor selskabet præsenterede årsregnskabet fra 1990, da dette årsregnskab var med til at ændre bedømmelsesgrundlaget af selskabet.

Det ses af dommen, at kravet til årsagsforbindelse reduceres i sager med grov uagtsomhed. Samtidig ses det, at når den fejlagtige information afløses af ny information kan investorer i mindre grad stille krav til de oprindelige informationer.

³¹ U.2000.2176.H – "Commercial"

2.3.2.3 Nordisk Fjer

Sagen om Nordisk Fjer³² er en af Danmarks største erhvervsskandaler. Virksomheden udviklede sig voldsomt under direktøren Johannes Petersen blandt andet gennem flere opkøb. Samtidig blev regnskaberne sminket gennem mange ændringer i regnskabsprincipperne, blandt andet som følge af en del udskiftninger i revisionen. I 1990 gik selskabet konkurs. Inden dette havde selskabet foretaget en række emissioner. Sagen omhandler spørgsmålet om emissionsbanken, Privatbanken, var erstatningsansvarlig. Privatbanken var i 1989 emissionsbank for selskabet i forbindelse med udstedelse af konvertible gældsbreve. Året forinden havde banken afvist at være emissionsbank i forbindelse med en aktieemission og i den forbindelse havde en medarbejder noteret en række kritikpunkter om selskabets økonomi. Af disse notater fremgik det, at regnskaber sløres, balancen oppustes og driftsresultatet sminkes.

Sagsøgeren mente, at Privatbanken vidste eller burde vide, at regnskaberne i prospektet ikke gav et retvisende billede. Højesteret frifandt banken, da Nordisk Fjers regnskaber havde blanke påtegninger, og at der var en generel tillid til selskabet i markedet, ligesom banken havde stillet en række spørgsmål, og på den måde havde fulgt en tilstrækkelig proces. På daværende tidspunkt var det ikke praksis for banker at bede om revisionsprotokollen til revidering.

Dommen viser, at der stilles forholdsvis store krav før der kan statueres ansvar for emissionsbanken, når det drejer sig om et velrenommeret selskab med blanke revisionspåtegninger. I dommen bemærkede Højesteret, at der i tiden fra prospektet til domsfældelsen var sket en skærpelse af kravene til emissionsbanken, hvorfor dommen kunne have haft et andet udfald, hvis det var sket i dag.

2.3.2.4 Hafnia

Hafnia-sagen³³ omhandlede en koncern, der i 1992 bestod af moderselskabet Hafnia Holding A/S, der ejede en række datterselskaber, der drev bl.a. bank- og forsikringsvirksomhed. Hafnia fik på baggrund af et børsprospekt af 16. juni 1992 med tillæg af 5. juli 1992 tilført 1,9 mia. kr. i ny kapital, men gik kort tid efter i betalingsstandsning og konkurs. Sagens spørgsmål var, om dette prospekt var retvisende. To investorer forsøgte at få tilkendt erstatning for deres tab i forbindelse med

³² U.2001.398.H "Nordisk Fjer"

³³ U.2002.2067.H "Hafnia"

investering i aktier i Hafnia. De to investorer sagsøgte Hafnia Holding A/S, bestyrelsesformanden, den administrerende direktør, tre revisorer, som medvirkede i planlægningen af emissionen og Danske Bank, der var ordførende i emissionskonsortiet.

Hafnia var kommet i økonomiske vanskeligheder forårsaget af opkøb af aktier i de to børsnoterede forsikringskoncerner Baltica og Skandia. Hensigten var at skabe en stor nordisk forsikringskoncern³⁴, men trods store aktieposter mislykkedes begge overtagelsesforsøg. Overtagelsesforsøgene og den dertilhørende magtkamp selskaberne imellem efterlod Hafnia i en dyb økonomisk krise, da omkostningerne til opkøbene samt tilhørende renteudgifter var til stor skade for selskabet. De store investeringer medførte, at Hafnia havde tvivlsomme kreditfaciliteter. Hafnia skulle afhænde sine aktier i de to selskaber og for at sikre den rette tid og frihed til det, krævede det en kapitaltilførsel i form af en aktieemission. Emissionen blev i første omgang udskudt, da der blev opdaget nogle tvivlsomme engagementer, som kunne påføre et tab på 300-400 mio. kr. Derfor blev der udarbejdet et tillæg til prospektet. Det fremgik også af prospektet, at Hafnia koncernen var følsom for kursudviklingen i Baltica og Skandia, som følge af den uforholdsmæssige store aktiebeholdning i de to selskaber. I forlængelse af et katastrofalt årsregnskab for 1991 fik Hafnia i foråret 1992 en ny direktion og et par måneder senere en ny bestyrelsesformand.

Baltica og Skandia aktierne var faldet betydeligt i foråret 1992, hvorfor Hafnias egenkapital før emission ansloges at være negativ med ca. 400 mio. kr.³⁵ Aktieemissionen tilførte som håbet 1,9 mia. kr., men da Baltica få uger efter fremlagde et negativt halvårsregnskab på ca. 1 mia. kr. styrteddykkede aktiekurserne. Derudover skete der generelle kursfald på aktiemarkedet, hvilket medførte, at Hafnia gik i betalingsstandsning kun tre uger efter kapitaltilførslen.

De sagsøgte forsøgte at påvise, at prospektet var korrekt. Dog har både Højesteret og især Sø- og Handelsretten nogle kritikpunkter ved prospektet. Efter Sø og Handelsrettens opfattelse var der fire punkter, hvor prospektet kunne kritiseres³⁶. De fire punkter var (1) Oplysningerne om resultatet af den forløbne del af det løbende år, 1992, angiveligt var ufuldstændige, (2) manglende oplysninger om, at bankernes lån til Hafnia var betinget af en af en egenkapital på over 1 mia. kr. En såkaldt

³⁴ U.2002.2067.H," Hafnia" s. 2071

³⁵ U.2002.2067.H," Hafnia" s. 2067

³⁶ Schaumburg-Müller, Peer og Werlauff, Erik: "Efter Hafnia – status over prospekt-og emissionsansvaret i dansk ret, U.2002B.437" s.2

materiale adverse klausul, (3) væsentlige problemer i garantiafdelingen var uoplyst i prospektet, (4) prospektets angivelse af merværdi var kritisabel.

Dermed fandt SØ og Handelsretten ikke, at prospektet var fyldestgørende nok og derfor misvisende. Hvis prospektet havde været retvisende, havde investorerne ikke tegnet aktierne, hvorfor Danske Bank og tre revisorer fandtes erstatningspligtige, da de var underlagt et professionsansvar. Selskabets bestyrelse og direktion blev bedømt ud fra et almindeligt culpaansvar, hvorfor individuelle undskyldningsgrunde medførte, at de ikke blev dømt erstatningspligtige, blandt andet på grund af de kun havde været tilknyttet selskabet i en kort periode. SØ og Handelsretten bekræftede også, at selskabet kunne ifalde ansvar, hvilket havde været diskuteret i teorien før Hafnia-dommen.

Højesteret var enig med kritikken af punkt 1, hvor det skulle være oplyst, at nogle forsikringsmæssige udjævningsreserver var indtægtsført til en værdi på 231 mio. kr. Dermed var det reelle resultat ringere end det oplyste resultat. Oplysningen var dog udsendt ved en børsmeddelelse, hvilket kun havde medført en mindre ændring af kursen. Dette har betydning for manglens væsentlighed, og da effekten var lille, fandtes det, at oplysningen var mindre vigtig. Højesteret var delvist enig i punkt 2 og fandt således, at det under de særlige omstændigheder havde været rigtigst at oplyse om material adverse-klausulen i bankvilkårene, selvom det ikke er normalt at oplyse detaljeret omkring vilkår i bankaftaler. Det fandtes samtidigt at være en formildende omstændighed, at højesteret ikke fandt det sandsynligt, at bankerne ville opsiges lånene grundet en formodet interesse i at finde en løsning gennem en genforhandling. Punkt 3 og 4 kunne højesteret ikke tilslutte sig, hvorfor det kun var punkt 1 og delvist punkt 2 som højesteret kritiserede. Kritikken bliver dog overskygget af, at Højesteret underkaster prospektet en helhedsbetragtning. I prospektet fremgår det klart, hvad baggrunden og hensigten med aktieemissionen er.³⁷ I prospektet fremstår en række faresignaler og det gøres klart, at det har afgørende betydning for Hafnias skæbne, hvordan værdien i de store aktieposter i Baltica og Skandia udvikler sig. Det ses også, at kursen kun faldt marginalt, da offentligheden blev opmærksomme på det første kritikpunkt omkring angivelsen af det hidtidige resultat fra 1992. Dette understreger, at fejlen ikke var væsentlig ligesom

³⁷ Schaumburg-Müller, Peer og Werlauff, Erik: "Efter Hafnia – status over prospekt- og emissionsansvaret i dansk ret, U.2002B.437" s.2

den ikke isoleret set var årsag til Hafnias konkurs. Højesteret fandt, at prospektet skulle bedømmes ud fra en helhedsvurdering. I Højesterets dom står der:

Det må i almindelighed være en forudsætning for at pålægge de nævnte prospektansvarlige - eller eventuelt selskabet selv – erstatningsansvar over for investorer for mangler ved prospektet i form af urigtige eller udeladte oplysninger, at der er tale om forhold, som - set i lyset af prospektets øvrige oplysninger - efter en samlet vurdering er af væsentlig betydning for bedømmelsen af selskabet.³⁸

Det dæmpede i høj grad den tilsluttede kritik af prospektet, at kritikpunkterne ikke havde betydning for helhedsbedømmelsen af prospektet. På den baggrund fandt højesteret ikke, at der var grundlag for prospektansvar.

Det ses af Sø og Handelsrettens dom, at Emissionsinstituttet, Danske Bank, er underlagt et skærpet culpaansvar i form af professionsansvar. Det betyder, at afvigelser fra branchen og fagets normer og standarder udløser ansvar, selvom der skulle være individuelle undskyldningsgrunde. Revisorerne er ligesom emissionsinstituttet underlagt et professionsansvar, men der er ikke tale om samme ansvar som emissionsbanken, der har til opgave at holde det hele sammen. Revisorernes opgaver består i at revidere årsregnskaber og perioderegnskaber og at afgive påtegninger om disse. For bestyrelsesformanden og den administrerende direktør gælder et almindeligt culpaansvar, hvorfor de ikke bedømmes lige så strengt. Ledelsesmedlemmerne havde individuelle undskyldningsgrunde og forklarede, at der var travlt i selskabet, hvorfor de overlod opgaverne med prospektet til de finansielle rådgivere, ligesom de kun havde været i selskabet i en kort periode.³⁹

Det fremgår af dommen, at det er erstatningsrettens almindelige principper, der gælder og det børso- og kapitalmarkedsretlige erstatningsansvar ikke er nogen selvstændig disciplin. Retsstridighedsbedømmelsen foretages ud fra, om der kan påvises prospektmangler. Disse mangler skal, før de kan medføre ansvar, være af væsentlig betydning for prospektet efter en helhedsbedømmelse. Samtidig viser Sø- og Handelsrettens dom, at professionsansvaret er gældende for prospektansvar, hvor ledelsen har en lidt bredere margin for fejlskøn. Til sidst viser dommen ikke mindst, at der både stilles krav til sælgers agtpågivenhed, men også købers

³⁸ U.2002.2067H "Hafnia" s. 2259

³⁹ Schmidt, Mikael Philip: "Prospektretten" (2016) s. 370

agtpågivenhed. Købere skal forholde sig til de risici, som de oplyses i prospektet og med dem in mente afveje muligheden for gevinst kontra risikoen for tab.

Det bekræftes at prospektet alene, er et tilstrækkeligt beslutningsgrundlag for en investor og dette ikke ændres på baggrund af medier eller anden rådgivning. Der skal anlægges en væsentlighed- eller helhedsbetragtning i forhold til prospektets indhold. Højesteret bekræfter med dommen, at der stilles krav til selskabet, men at der samtidig stilles krav til investorerne, der må forholde sig til de risici, der er beskrevet i prospektet.⁴⁰

Hafnia udsendte prospektet for mere end 25 år siden og dommen er mere end 15 år gammel. Det har betydet, at reglerne for prospekter har været strammet op undervejs. Både fra konkursen til domsfældelsen og til i dag. Hafnia dommen har nogle grundlæggende erstatningsretlige betingelser som er vigtige for bedømmelsen af prospektansvar i dansk ret.

2.3.2.5 *BankTrelleborg*

BankTrelleborg-sagen⁴¹ omhandlede spørgsmålet om, hvorvidt prospektet i forbindelse med omdannelse fra sparekasse (SparTrelleborg) til bank (BankTrelleborg) og efterfølgende børsnotering var mangelfuldt og om banken dermed var ansvarlig for det tab, som sparekassens tidligere garantanter havde lidt ved konvertering til aktier. Sparekassens garantanter havde i maj 2007 tre muligheder. De kunne indløse deres garantikapital på 20.000 kr., lade den stå i fem år med uforandrede rentevilkår eller konvertere denne til 80 aktier i den nye bankTrelleborg til kurs 250. I januar 2008 var bankTrelleborg kommet i økonomiske problemer som følge af eksponering overfor ejendomsmarkedet samt udlånsvækst og nedskrivninger. I januar 2009 erhvervede Sydbank samtlige aktier i banken ved at tvangsindløse minoritetsaktionærerne til kurs 93,27, og fusionere bankerne med Sydbank som det fortsættende selskab. Sydbank var derfor som bankTrelleborgs succeser den sagsøgte part i sagen.

Det afgørende for sagen var om prospektet var retvisende. Det vil sige, at det ikke indeholdte fejl og mangler, der ud fra en helhedsvurdering var af væsentlig betydning for investorernes bedømmelse af selskabet. I prospektet stod der, at der ikke var stillet sikkerhed for bankens gæld, mens det faktisk

⁴⁰ Schaumburg-Müller, Peer og Werlauff, Erik: "Efter Trelleborg – om emittentselskabets eget prospektansvar, U.2013B.198"

⁴¹ U.2013.1107.H "BankTrelleborg"

forholdte sig sådan, at der overfor en anden bank, Spar Nord, var givet håndpant i to indlånskonti på i alt ca. 300. mio. kr. SparTrelleborg ydede ikke selv lån i fremmed valuta, men videreformidlede disse til kunder gennem samarbejdsbanker, herunder Spar Nord. SparTrelleborg indgik aftaler med kunden, hvorefter de optog et lån hos Spar Nord. Som garanti for tilbagebetalingen stillede SparTrelleborg sikkerhed for forpligtelserne ved to håndpantsetninger. Håndpantsetningen kunne nemt konstateres, da det fremgik af oplysningerne om kontiene i bankens egne edb-registreringer, mens også erklæringerne om håndpantsetningerne lå blandt papirerne omkring engagementet med Spar Nord. BankTrelleborg gjorde gældende, at sikkerhedsstillelsen ikke var gyldigt indgået efter bankens underskriftcirkulære, da det alene var én ledende medarbejder, der havde underskrevet aftalerne om håndpantsetningen. Derudover var det i prospektet angivet, at banken havde en betydelig likviditetsoverdækning. Det forhold var dog misvisende, da det heller ikke var oplyst, at en række seniorlån på ca. 1,3 mia. kr. indeholdt klausuler om negative pledge⁴², hvorfor de kunne kræves indfriet som misligholdte som konsekvens af de ovennævnte håndpantsetningerne.

Landsretten fandt, at ledelsen i banken måtte eller burde være bekendt med håndpantsetningerne og deres betydning for seniorlånene. De risici, der var beskrevet i prospektet, fandtes ikke at være tilstrækkelig i forhold til de risici, der fulgte som følge af håndpantsetningerne og disses konsekvenser. Dermed indeholdt prospektet ikke de fornødne oplysninger. Som omtalt i tidligere afsnit er indholdet i børsprospekter reguleret dels i EU-forordning og dels Kapitalmarkedsløven, tidligere Værdipapirhandelsloven, og tilhørende bekendtgørelser. Parterne forsøgte at inddrage detailregulering angående de detaljerede krav til prospektet, men Landsretten henviste i denne sag alene til generalklausulen i den dagældende Værdipapirhandelslov § 23, stk. 3. Det var uden betydning, at investorerne ikke havde læst prospektet, da der var tale om en mangel af afgørende betydning. Det måtte samtidig antages, at omdannelsen ikke havde været gennemført, hvis problemet til den tid var kendt. Landsretten frifandt banken, da minoritetsaktionærerne efter Landsrettens opfattelse ikke havde lidt et tab. I dommen står der at:

⁴² Negativ pledge: Klausul med vilkår, der betyder, at låntager ikke må foretage pantsætning til fordel for andre långivere.

Seniorlån på i alt 1,3 mia. kr. i 2006 måtte anses for forfaldne, og at omdannelsen til aktieselskab og børsintroduktionen ikke var blevet til noget eller var blevet udskudt, hvis pengeinstituttets ledelse havde taget hånd om dette alvorlige problem på tidspunktet for omdannelse til bankaktieselskab. Af denne grund, og da sagsøgerne var garanter i forvejen og dermed allerede havde stillet risikovillig kapital til rådighed, må det lægges til grund, at deres situation ikke blev forringet som følge af manglerne ved børsprospektet.⁴³

Landsretten mente, at garantierne gennem deres garantikapital i forvejen havde stillet risikovillig kapital til rådighed. Højesteret anså derimod, at garantikapitalen var et sikret tilgodehavende og den blev også udbetalt fuldt ud til de garanter, der ikke valgte at konvertere deres garantikapital til aktier.

Højesteret fandt som Landsretten, at prospektet var mangelfuldt og bemærkede ligeledes, at ledelsen måtte være bekendt med håndpantsetningerne. Det ses af følgende passage i dommen:

Håndpantsetningen kunne konstateres ved en enkel og hurtig undersøgelse, således som det da også senere skete: Spar Nords kontoudskrifter for indlånskontiene viste, at de var »deponeret«; dette fremgik tillige af oplysningerne om kontiene i bankens egne it-registreringer; kopi af håndpantsetningserklæringerne befandt sig blandt bankens papirer vedrørende mellemværendet med Spar Nord.⁴⁴

Højesteret lægger vægt på, at det på prospekttidspunktet ikke er fastslået, at håndpantsetningerne var ugyldige, ligesom de finder det tvivlsomt om en indsigelse ville have medført, at sikkerhedsstillingen var ugyldig. BankTrelleborgs administrerende direktør fik videresendt en mail fra Spar Nord, hvor der blev gjort opmærksom på, at Spar Nord krævede sikkerhed ved lines over 330 mio. kr., og at denne grænse var oversteget i et betydeligt omfang. Der blev heller ikke gjort nogle indsigelser om aftalens ugyldighed, da bankens bestyrelse blev bekendt med pantsetningerne, ligesom pantsetningerne endda blev udvidet betydeligt. Sydbank havde gjort

⁴³ Schaumburg-Müller, Peer og Werlauff, Erik: "Efter Trelleborg – om emittentselskabets eget prospektansvar, U.2013B.198"

⁴⁴ "HØJESTERETS DOM afsagt fredag den 18. januar 2013 Sag 141/2012", s. 25

gældende, at hvis de manglende oplysninger var fremme ved prospektudarbejdelsen, kunne problemerne løses ved at frigøre banken for pantsætningerne eller ved at genforhandle eller udskifte seniorlånene, der indeholdte en negativ pledge klausul. Banken mente derved, at en indarbejdelse af de manglende oplysninger med en redegørelse for, hvordan problemerne skulle løses, ville betyde at garantierne havde accepteret konverteringstilbuddet uanset kendskabet til oplysningerne. Højesteret accepterede ikke disse betragtninger og fandt, at de afhang af hypotetiske antagelser om Spar Nord og seniorlångivernes reaktioner. Disse reaktioner var ikke så sikkert underbyggede, at de kunne lægges til grund.

Højesteret fandt som sagt, at håndpantsætningerne og deres konsekvens med misligholdte seniorlån medførte, at bemærkningen om, at banken havde betydelig likviditetsoverdækning, var misvisende.⁴⁵ Banken havde et betydeligt indlånsunderskud, hvorfor likviditet og finansiering var særdeles vigtig for banken. Højesteret fandt, at de anførte mangler ud fra en helhedsvurdering således betød, at der forelå en retsstridighed i form af prospektmangel selvom prospektet også indeholdt oplysninger omkring risikofaktorer i forhold til likviditet og finansiering.

Efter Højesteret fastslog, at der var væsentlige mangler ved prospektet, var næste punkt at vurdere om banken havde handlet culpøst. Højesteret lagde vægt på, at BankTrelleborg selv udarbejdede prospektet og fravalgte at lade prospektet verificere selvom banken ikke tidligere havde udarbejdet et børsprospekt. Dermed var der ikke sikret, at der var:

fastsat og fulgt procedurer for undersøgelse og kontrol af en så væsentlig oplysning i prospektet, som man må anse oplysningen om, at banken ikke havde stillet sikkerhed for gæld, for at være, når den ses i lyset af vilkårene for seniorlånene.

I samme afsnit lagde Højesteret vægt på at håndpantet som nævnt forholdsvist nemt kunne opdages af en verifikatør. Om dette skriver Højesteret:

⁴⁵ "HØJESTERETS DOM afsagt fredag den 18. januar 2013 Sag 141/2012", s. 25

Som nævnt kunne håndpantsætningerne på prospekttidspunktet have været konstateret ved en enkel og hurtig undersøgelse, men en sådan undersøgelse blev ikke foretaget og håndpantsætningerne ikke opdaget.⁴⁶

Banken gjorde for Højesteret gældende, at:

bankTrelleborg ikke kan kritiseres for selv at have udarbejdet prospektet uden verifikation. Banken havde de fornødne personalemæssige ressourcer til selv at stå for arbejdet, og arbejdet blev tilrettelagt og udført af kvalificerede medarbejdere med advokatbistand. Der er ikke grundlag for at antage, at håndpantsætningen ville være blevet opdaget, hvis banken havde brugt et emissionsinstitut eller gennemført verifikation.⁴⁷

Højesteret var ikke enig i bankens betragtning og fandt, at en korrekt udført verifikation af prospektudkastet med tilhørende grundige spørgsmål og dokumentationskrav, ville have afsløret, at informationen om, at der ikke var stillet sikkerhed for gælden, var forkerte. Dermed var Højesteret uenig i bankens betragtning. På den baggrund fandt højesteret, at banken havde handlet ansvarspådragende ved at udstede et prospekt uden oplysningerne om håndpantsætningerne og den medfølgende konsekvens for seniorlånene.

Efter der var påvist fejl og ansvarsgrundlag skulle kausalitetsspørgsmålet behandles. Højesteret anvender ikke helt erstatningsrettens traditionelle krav om årsagsforbindelse og skadelidtes bevis herfor, men i stedet en formodningsregel vedrørende årsagsforbindelse, da det inden for det børs-kapitalretlige område er vanskeligt for skadelidte at påvise og følge en årsagssammenhæng. I dommen står:

når en aktietegning i et selskab er sket på grundlag af et prospekt med mangler i form af urigtige og manglende oplysninger, der efter en samlet bedømmelse er af væsentlig betydning for bedømmelsen af selskabet, er der en formodning for, at

⁴⁶ "HØJESTERETS DOM afsagt fredag den 18. januar 2013 Sag 141/2012", s. 26

⁴⁷ "HØJESTERETS DOM afsagt fredag den 18. januar 2013 Sag 141/2012", s. 3

aktietegningen ikke var sket, hvis prospektet havde indeholdt rigtige og fuldstændige oplysninger”⁴⁸

Dermed bekræfter Højesteret, at der gælder et afsvækket kausalitetskrav ved væsentlige prospektmangler. Dette følger Hafnia dommen, idet der skal bruges en væsentlighedstandard eller helhedsvurdering i forhold til prospektets indhold. Hvis der kan påvises væsentlige, mangler ved prospektet eller klare fejl, slækkes kravene til det bevis, der skal føres for kausalitet mellem den ansvarspådragende handling og tabet. Her følger den børs- og kapitalmarkedsretlige erstatningsret den generelle erstatningsret. Det afkræftede ikke formodningen, om at konverteringen ikke var sket hvis prospektet indeholdt rigtige oplysninger, at aktionærene ikke havde læst prospektet. I stedet var deres beslutning efter Højesterets opfattelse taget på baggrund af breve og rådgivning fra banken, der igen var en følge af de oplysninger der fremgik af prospektet.

Højesteret fandt ligeledes at tabet ikke var begrænset af, at aktionærene i en periode kunne sælge deres aktier med gevinst. Det fandtes ikke, at dette forhold ud fra en betragtning om egen skyld eller accept af risiko, havde betydning, da oplysningerne om håndpantsetningerne i perioden ikke var offentliggjort. Havde der været oplysninger fremme med yderligere oplysninger, som tilfældet var i Hope og Commercial dommene, kunne dette have været med til at sætte en tidsmæssig grænse for, hvor længe de misvisende oplysninger i prospektet kunne lægges til grund for investorernes erstatningskrav.

2.3.3 Opsummering af retspraksis

På baggrund af ovenstående retspraksis og grundlæggende erstatningsansvar i dansk ret, vil der i følgende afsnit sammenholdes nogle af de karakteristika for, hvordan prospektansvaret behandles i praksis inden for de fire punkter, der er nævnt i slutningen af afsnit 2.3.1 om erstatningsansvar i dansk ret.

I forhold til culpavurderingen fremgår det af Nordisk Fjer dommen, at uagtsomhedsvurderingen skal foretages på baggrund af den praksis, der findes på tidspunktet for handlingen eller udeladelsen. Af Hafnia dommen ses det, at der anlægges en væsentlighedsstandard eller helhedsbetragtning. Dette bekræftes i sagen om bankTrelleborg, hvor det desuden gøres klart, at en manglende verifikation

⁴⁸ ”HØJESTERETS DOM afsagt fredag den 18. januar 2013 Sag 141/2012”, s. 26

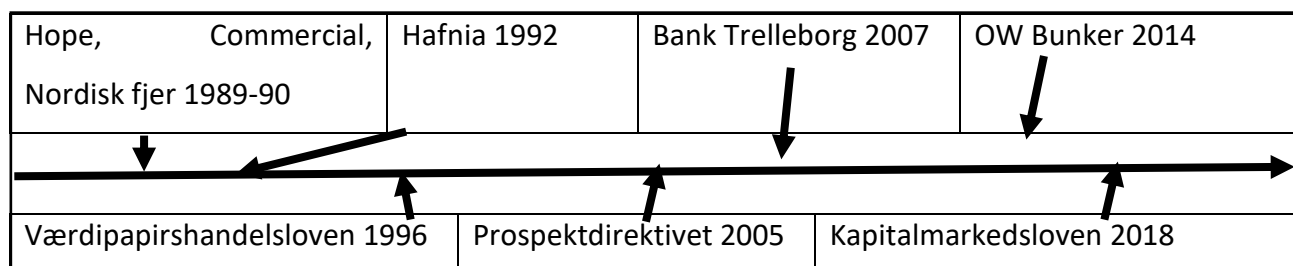
kan få betydning for ansvarsvurderingen. Det ses ligeledes af SØ- og Handelsrettens dom i Hafnia-sagen, at der for de professionelle aktører som revisorer og emissionsbanker er tale om et skærpet culpaansvar i form af professionsansvaret, mens ledelsen bedømmes efter et almindeligt culpaansvar, hvor individuelle undskyldningsgrund kan være diskulperende.

I forhold til retsstridighed kan ansvar tilsidesættes, i tilfælde hvor skadelidte har udvist accept af risiko. Det ses i dommene om Hafnia og Hope Computer, hvor investorerne på trods af historiske dårlige økonomiske resultater, stadig investerer i selskaberne og dermed klart må vide, at der er en risiko forbundet med investeringen. Af sagen om bankTrelleborg fremgår det, at man ikke kan fraskrive sig et hvert ansvar ved at beskrive de generelle risikofaktorer ligesom, at det ikke er en betingelse for ansvar, at investorer har læst prospektet.

Der kan sættes en tidsmæssig begrænsning for, hvor længe en misvisende information kan lægge til grund for en investors beslutning om at fastholde en aktie. Senere oplysninger i form af selskabsmeddelelser eller årsrapporter, kan være med til at fastsætte denne tidsmæssige begrænsning. Dette ses af dommene om Commercial, Hope Computer og bankTrelleborg.

Af Commercial dommen fremgår det, at der ved grove fejl er et reduceret krav til årsagsforbindelse, mens det af bankTrelleborg dommen ses, at der er en formodningsregel for, at investor ikke ville have investeret, hvis denne havde haft kendskab til fejlene i prospektet.

Dommene er sket over en årrække på knap 30 år og der har været lovmæssige ændringer undervejs, hvorfor dommene er afsagt efter forskellige regler, der har været gældende på de forskellige tidspunkter. Nedenstående figur 3 er en tidslinje, der giver et overblik over, hvornår de analyserede sager har fundet sted, hvilket sammenholdes med nogle væsentlige tidspunkter for reglers indtræden.



Figur 3: Tidslinje over domme og loves ikrafttræden

2.3.4 Ledelses-, rådgiver- og aktionæransvar

Da prospektreglerne ikke indeholder regler omkring de enkelte involverede parter erstatningsansvar, må der som nævnt tages udgangspunkt i almindelige erstatningsretlige regler. Som nævnt i ovenstående afsnit gælder der særlige ansvarsregler for de individuelle aktører i forbindelse med en emission og udarbejdelse af et prospekt. I selskabslovens §§ 361-363 findes der visse bestemmelser om ansvar. Af selskabslovens § 361 fremgår det, at ledelsesmedlemmer er erstatningspligtige, hvis de i forbindelse med deres hverv fortsætteligt eller uagtsomt har tilføjet selskabet, kapitalejere eller tredjemands skade. Derudover gælder det samme for revisorer efter § 361 stk. 2. Af selskabslovens § 362 fremgår det, at kapitalejere er erstatningspligtige, hvis de i forbindelse med deres hverv fortsætteligt eller groft uagtsomt har tilføjet selskabet, andre kapitalejere eller tredjemands skade. Her skal man være opmærksom på forskellen i de to paragraffer, hvor der sondres mellem *uagtsomt* og *groft uagtsomt*. Endelig indeholder §363 mulighed for nedsættelse af ansvaret, hvis dette findes rimeligt givet nogle formildende omstændigheder.

Ledelsesmedlemmer kan dermed ifalde ansvar efter reglerne i selskabsloven, hvis de uagtsomt påfører nogle skader. Dette er i bund og grund blot en nedskrivning af de culperegler, der er gennemgået i ovenstående afsnit. Landsrettens dom i Hafnia-sagen viser, at der for ledelsesmedlemmer er en margin for individuelle undskyldningsgrunde. Udgangspunktet er, at alle bestyrelsesmedlemmer både medarbejder- og generalforsamlingsvalgte, bedømmes efter samme ansvarsstandard. Dog kan der være lempelsesgrunde efter overnævnte § 363 i selskabsloven, ligesom ansvaret kan skærpes, hvis ledelsesmedlemmet besidder særlige faglige kompetencer, f.eks. en advokat.⁴⁹ Det gælder tilsvarende, at det er selskabets ledelse, der udpeger, fordeler og afgrænser rådgiverne og deres opgaver. Dermed er det selskabet, der har det primære ansvar for prospektet. Rådgiverne kan drages til ansvar, hvis deres arbejde i forbindelse med erklæringer eller verifikationer af prospektets indhold, ikke lever op til kravene for prospektet eller rådgiverens faglige standarder. Dele af prospektet, som ikke er verificeret eller, hvor verifikationen er foretaget på et ufuldstændig grundlag som følge af selskabets forhold – det kunne være, hvis ledelsen har tilbageholdt væsentlige oplysninger, kan rådgivere ikke drages til ansvar for. En fuldstændig og

⁴⁹ Christensen, Jan Schans: "Kapitalselskaber" (2014) s. 699f

korrekt verificering af prospektet virker som en ansvarsfraskrivelse for selskabet, mens selskabet vil have et regreskrav mod verifikatøren, hvis denne er skyld i en mangelfuld verifikation.⁵⁰

Revisorer er ligesom ledelsen omfattet af bestemmelsen i selskabslovens § 361, men der er forskelle mellem ansvarsbedømmelsen af et ledelsesmedlem og en revisor. For det første varetager en revisor andre opgaver end ledelsen. Revisorer har bestemte og afgrænsede opgaver eksempelvis at afgive en erklæring med sikkerhed for selskabets årsrapport. Som det også fremgik af Sø- og Handelsrettens dom i Hafnia sagen bedømmes revisorer efter en skærpet variant af culpaansvaret. Der er dog ikke tale om et objektivt eller objektiviseret ansvar. Revisors opgave skal udføres i overensstemmelse med de normer, der gælder for faget og for den pågældende opgave.⁵¹ Normerne for revisors arbejde findes alt efter opgavens karakter i Årsregnskabsloven, de internationale regnskabsstandarder (IFRS), Revisorloven eller i særlige bekendtgørelser om den enkelte opgave.⁵²

Udgangspunktet i dansk ret for aktionæransvar er, at ansvaret er indkapslet i selskabet. Det ses af Selskabslovens § 1 stk. 2, at aktionærer ikke hæfter personligt for kapital-selskabets forpligtelser, men alene med deres indskud. Dog er undtagelsen, som nævnt i selskabslovens § 362, i modsætning til revisorer og ledelse, at den skadende handling skal være forsætlig eller groft uagtsom og ikke blot uagtsom. Det medfører, at en aktionær må kunne ifalde ansvar, hvis den medvirker til at gennemføre et aktiesalg med viden om, at prospektet indeholder væsentlige mangler.⁵³

⁵⁰ Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul: "Børsretten" (2014) s. 303

⁵¹ Werlauff, Erik: "Erstatningsansvar i selskabsforhold – ledelse, ejere og revisor" (2016) s. 25

⁵² Werlauff, Erik: "Erstatningsansvar i selskabsforhold – ledelse, ejere og revisor" (2016) s. 25

⁵³ Schmidt, Mikael Philip: "Prospektretten" (2016) s. 383

3 OW Bunker sagen


Som skrevet i indledningen er OW Bunkers konkurs en af de største erhvervsskandaler i dansk erhvervsliv. Selskabet blev introduceret på børsen i marts 2014 til en markedsværdi på 5,3 mia. kr., men endte med at gå konkurs blot syv måneder senere. Der vil i det kommende afsnit blive fokuseret på, hvordan dette overhovedet kunne lade sig gøre. Sagen præsenteres på baggrund af erhvervspressens dækning af sagen, den tilgængelige information fra igangværende retssager samt bogen "*OW Bunker - Insidernes fortælling om det dramatiske kollaps*", for at skabe et overblik over forløbet vedrørende OW Bunker og konkursen. Det er i denne del af opgaven, hvor sagens faktum bliver præsenteret. Herunder præsenteres både sagens forløb og de involverede parter. I slutningen af kapitlet, opsamles de væsentligste pointer, der skal sammenholdes med jus, der blev gennemgået i foregående kapitel.

3.1 Virksomhedsmodellen

OW Bunker A/S var et dansk aktieselskab, som havde rødder helt tilbage til 1950'erne. De beskæftigede sig med distribution, videresalg af skibsbrændstof og diverse ydelser forbundet med bunkering. OW Bunker opererede på globalt plan og havde kunder i 134 lande, samt beskæftigede mere end 600 medarbejdere på verdensplan. OW Bunker blev i 2013 udspaltet fra Wrist Group. Udspaltningen skete efter ønske fra kapitalfonden Altor, som ejede langt størstedelen af aktierne i selskabet. Selskabet havde i år 2013 en markedsandel på 7 procent, og en omsætning på ca. 92 mia. kroner, hvilket betød, at de på daværende tidspunkt var det selskab i Danmark med den anden højeste omsætning kun overgået af A.P. Møller Mærsk.⁵⁴

⁵⁴ Svaneborg, Thomas G: "OW Bunker-chefer afviser svindel", Danmarks Radio

Da selskabet blev børsnoteret, bestod selskabets bestyrelse af følgende⁵⁵

 **Bestyrelsesformand Niels Henrik Jensen**

- Valgt til bestyrelsen februar 2014

 **Næstformand Søren Johannesen**

- Partner i Altor Equity Partners AB og direktør for Altor Equity Partners A/S og er dermed ikke angivet som uafhængig i prospektet.
- Tidligere managing partner i advokatfirmaet Kromann Reumert og havde i mange år Wrist Gruppen som klient.
- Formand i Wrist Gruppen fra 2004-2007. Bestyrelsen i Wrist Gruppen fra 2011 og i bestyrelsen i OW Bunker da selskabet spalttes ud af Wrist Gruppen i 2013.

 **Jakob Brogaard**

- Tidligere kreditchef i Danske Bank, bestyrelsesformand for finansiel stabilitet og bestyrelsesmedlem i Finanstilsynet.
- I OW Bunkers bestyrelse siden 2013.

 **Kurt Larsen**

- Tidligere i bestyrelsen i Wrist Gruppen, men kom først i Bestyrelsen i OW Bunker i februar 2014.


 **Tom Behrens-Sørensen**

- Valgt til bestyrelsen i februar 2014.

 **Petter Samlin**

- Direktør i Altor Equity Partners AB og dermed ikke angivet som uafhængig i prospektet.
- Bestyrelsesmedlem i Wrist Gruppen fra 2012 og i bestyrelsen i OW Bunker da selskabet spalttes ud af Wrist Gruppen i 2013.

Den daglige ledelse bestod af⁵⁶:

 **Direktør Jim Pedersen**

- Direktør siden 2000

 **CFO Morten Skou**

- CFO siden 2007

Bankerne Carnegie Investment Bank og Morgan Stanley International fungerede som emissionsbanker og medvirkede til at udarbejde prospektet. Selskabets revisor var Deloitte.

⁵⁵ Prospekt – OW Bunker A/S s. 132f

⁵⁶ Prospekt – OW Bunker A/S s. 135

Levering af bunkerolie skete via OW Bunker og Trading A/S og tilhørende datterselskaber. Koncernen drev virksomhed fra flere internationale havne blandt andet fra Singapore gennem først selskabet Far East Trading PTA Ltd. Senere etableredes også Dynamic Oil Trading, der havde til formål at operere i den mere risikofyldte del af markedet i Singapore.

Prisfastsættelsen på bunkerolie er meget volatil og handlen med bunkerolie er karakteriseret ved, at der er en meget lille bruttoavance på stor volumen. Ifølge redegørelsen fra kuratoren Søren Halling Overgaard, blev der i årene 2011-2013 rapporteret en bruttoavance på mellem 1,1% og 1,3% svarende til, at man i OW Bunker koncernen ved levering af én metrik ton bunker olie, til eksempelvis 600 USD typisk havde en bruttoavance svarende til kun 7-8 USD. Yderligere havde OW Bunker det salgsparemeter, at kunder kunne få kredit på køb af olie, hvilket resulterede i betydelige udeståender.⁵⁷

Disse, i forretningsmodellen iboende risici, medførte at OW Bunker skulle have et betydeligt risikostyringssystem. Kreditrisikoen blev forsøgt forebygget ved generelle krav om styring af kreditrammer, kreditgodkendelser og kreditforsikringer, som skulle følges på udestående kreditter. Olieprisrisikoen blev forsøgt afdækket ved hjælp af finansielle instrumenter samt brug af fysiske lagre.⁵⁸

3.2 Risk Management

Risk Management var den afdeling i OW Bunker, som beskæftigede sig med risikostyringen i forbindelse med oliehandler. Kenneth Rosenmeyer som er tidligere risk manager i OW Bunker beskriver, at hans job formelt var at sikre, at der ikke blev tabt penge på at eje olien i tilfælde af et fald i olieprisen, men at sørge for at oliehandlerne gik i nul. Et af de store kritikpunkter af OW Bunker var risikofaktorerne vedrørende risk management i selskabet, og manglen på beskrivelsen af disse i prospektet ved børsnoteringen. Foreningen OW bunkerinvestor.dk skriver blandt andet følgende:

⁵⁷ UDSKRIFT AF ØSTRE LANDSRETS DOMBOG - KENDELSE - Afsagt den 9. februar 2018 af Østre Landsrets 14. afdeling (B-407-17), s. 6

⁵⁸ Prospekt – OW Bunker A/S s. 14f

Vi mener, at vi købte aktier i OW Bunker i tiltro til et stærkt misvisende prospekt, som dækkede over en langt mere risikabel virksomhed, end vi fik oplyst. Det gælder også aktionærer som købte aktier efter børsnoteringen⁵⁹.

Her kan det altså ses, at mange af aktionærene mener, at de ikke ved grundig analyse af prospektet ville få den rigtige vurdering af selskabet. Vurderer man ud fra denne udtalelse, må kritikken fra investorerne vurderes at være af generel karakter, og de mener ikke at have fået oplyst et retvisende billede i prospektet og mener altså, at selskabet har handlet i strid med den dagældende Værdipapirhandelslov § 23 stk.3. De manglende oplysninger om specielt risikostyringen, mener aktionærene er kritisabelt.

Kenneth Rosenmeyer, som var ansat i OW Bunker fra 2001-2014, var ansat til at risikostyre oliehandler, hvilket han selv forklarer er en vigtig, men svær opgave, da olie er en meget volatil råvare. Formålet med at risikostyre er ikke at tjene penge på oliespekulation, men derimod at sørge for at oliehandlerne går i nul, hvilket Rosenmeyer betegner som den klassiske risikostyrings fornemste opgave. Til trods for dette tjente OW Bunker mange penge i Risk Management og Kenneth Rosenmeyer er yderligere citeret for at sige følgende:

Jeg havde et budget, der sagde at jeg skulle lave et overskud på 1,5 mio. dollar om måneden. Det var spekulation.

Han uddyber overfor Børsen, at han netop var ansat til at slå markedet ved at investere i olie igennem forskellige futures, swaps og optioner. Denne risikostyring vurderes i 2014 at have tabt ca. 900 mio. kr. som følge af et fald i olieprisen. Disse oplysninger stemmer langt fra overens med det OW Bunker skrev i deres prospekt. Ved at læse prospektet kunne investorerne blive informeret om, at det primære formål med koncernens risikostyring var at sikre, at virksomheden generer en stabil bruttofortjeneste pr. ton ved at begrænse effekten af udsving i prisen på skibsbrændstof.⁶⁰

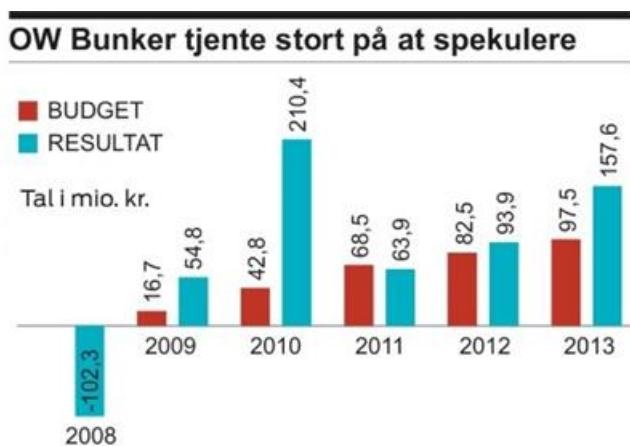
I en artikel bragt i Dagbladet Børsen står der, at avisen er kommet i besiddelse af interne regnskaber og fortrolige rapporter mellem ledelsen og hovedaktionær Altor. I de interne regnskaber skriver nyhedsmediet, at regnskaberne viser, at omkring 30 procent af indtjeningen fra 2009-2013 kan

⁵⁹ Foreningen OW Bunkerinvestor, forside

⁶⁰ Prospekt – OW Bunker A/S s. 68

kobles direkte til spekulation i olieprisen. Alene i året 2010 menes oliespekulationen at stå for omkring 73 procent af selskabets indtjening. Herudover har nyhedsmediet også fået fat i bestyrelsesreferater samt mailkorrespondance mellem OW Bunker ledelsen samt Altor. OW Bunker ledelsen og Altor har ifølge mailkorrespondancen diskuteret to forskellige måder, på hvordan det kunne lade sig gøre at sløre indtjeningen fra Risk Management som "cargo"⁶¹.

OW bunkers budget og resultat for Risk Management fra årene før børsnoteringen fremgår af nedenstående tabel, der er lavet på baggrund af et svarskrift fra risikochef Jane Dahl Christensen.



Figur 4: OW Bunkers oliespekulation ⁶²

Tidligere medarbejdere i OW Bunker beskriver Risk Management afdelingen i selskabet som en "lukket" afdeling, som opererede meget for sig selv. Derfor vidste de øvrige ansatte altså ikke præcist, hvad der foregik og hvordan de arbejdede i Risk Management afdelingen. Dog valgte OW Bunker i 2011 at ansatte Morten Borgen, som ifølge hans eget udsagn havde til opgave at sætte de spekulative instrumenter i risikostyringen i system. Dette skulle gøres, så de almindelige bunkertradede også kunne benytte og forstå disse. Dermed er det altså tydeligt, at spekulationen i virksomheden pludselig ikke kun var forbeholdt Risk Management afdelingen, men stille og roligt blev en del af den daglige drift, og man må derfor formode, at det både var kendt og accepteret af selskabets ledelse, når det var en del af den daglige drift⁶³. Morten Borgens fortæller også, at de

⁶¹ Larsen, Søren: "OW Bunker dokumenter afslører: Altor forsøgte at skjule oliespekulation", Danmarks Radio.

⁶² Høberg, Jesper: "OW Bunker satsede big time på rouletten og holdt det for sig selv", Jyllands-Posten.

⁶³ Skouboe, Jakob: "OW Bunker – Insidernes fortælling om det dramatiske kollaps" (2015) s. 55.

"almindelige" tradere havde en tilladelse til at spekulere i op til 5.000 tons olie, svarende til ca. 300.000 kroner.

I børsprospektet forholder OW Bunker sig selvfølgelig også til risikostyringen i virksomheden. De skriver blandt andet i prospektet:

Væsentlige ændringer i markedsprisen på skibsbrændstof, som ikke afdækkes eller overføres til kunderne, kan få væsentlig negativ indvirkning på OW bunkers virksomhed, finansielle stilling og resultat.

Der bliver efterfølgende skrevet, at de afledte instrumenter som selskabet bruger i forbindelse med risikostyringen kan have en negativ indvirkning på virksomheden samt dens finansielle stilling og resultat, hvis ikke de styres tilstrækkeligt og med omtanke.

I bilag A-1 i prospektet fremgår OW Bunkers vedtægter, hvor der i punkt 2.1 står:

Selskabets formål er at drive transportvirksomhed og handel, herunder køb og salg af olieprodukter, at eje og udleje fast ejendom samt at eje kapitalandele i andre selskaber.

Samtidig står det anført flere gange, at selskabets resultater er baseret på den opkrævede servicemargin for den distribuerede mængde brændstof. Implicit betyder det altså, at resultaterne ikke er afhængige af de underliggende brændstofpriser, samt eventuelle stigninger i prisen⁶⁴. Angående prisstigninger på olie, står der anført i prospektet, at OW Bunker overfører stigningerne til kunderne i deres servicemargin. Denne manøvre har selskabet haft succes med, hvilket angiveligt skulle være en af grundene til, at selskabet har opretholdt en stabil bruttofortjeneste, selvom der har været store udsving i oliepriserne⁶⁵.

Efter børsnoteringen af OW Bunker blev risikostyringen i selskabet pludselig et problem. Grunden til dette er, at børsnoterede selskaber skal afgive en øget mængde information til markedet. Kenneth Rosenmeyer mente direkte, at OW Bunker slet ikke var egnet til at blive børsnoteret. Grunden til dette er blandt andet, at op mod 30 % af OW Bunkers indtjening de seneste år stammede fra ren spekulation. Samtidig skal man ved børsnotering angive, hvor stor en del af

⁶⁴ Skouboe, Jakob: "OW Bunker – Insidernes fortælling om det dramatiske kollaps" (2015) s. 26,70,73 m.fl.

⁶⁵ Skouboe, Jakob: "OW Bunker – Insidernes fortælling om det dramatiske kollaps" (2015) s. 28

indtjeningen, der ville blive skabt i Risk Management afdelingen pr. måned. Dette så Kenneth Rosenmeyer som et af de store problemer, da det er svært at angive når indtjening og tab på spekulationsdelen svinger måned for måned.

Som tidligere skrevet svingede afdelingens resultater meget. I 2014 var budgettet på 18 mio. dollar, hvilket Kenneth Rosenmeyer mente var nogenlunde realistisk, problemet lå mere i, at han ikke mente, det var ligeså realistisk at tjene 1,5 mio. dollar måned efter måned, grundet de volatile priser. Han udtaler om dette:

Jeg troede ikke på, at vi måned efter måned kunne undgå at lave fejl, for der er kæmpe udsving i spekulation. På et eller andet tidspunkt kommer der tab, og hvis det så kommer fra en afdeling ingen har hørt om, fordi det er tyssed ned, så kommer der stress. Det var også derfor jeg sagde op⁶⁶.

OW Bunker havde tidligere oplevet store prisfald i olieprisen. I 2008 var virksomheden tæt på at lukke og slukke som følge af de spekulationsforretninger, der foregik i OW Bunker. Men i 2014 var OW Bunker børsnoteret og derfor skulle der oftere meldes noget ud til offentligheden. Ifølge nogle af de interne dokumenter som Jyllands-Posten blandt andet er kommet i besiddelse af, begyndte de store tab for OW Bunker på spekulation i august 2014. Her skriver Jane Dahl Christensen:

Hej. Her kommer lige lidt info for at undgå alt for meget panik. Markedet kom markant ned i dag.⁶⁷

Dog følte risikochef Jane Dahl Christensen sig overbevist om at faldene i olieprisen blot var kortvarige og at OW Bunker nok skulle indhente det tabte senere, ligesom de blandt andet gjorde i 2008. Men mod forventningen fortsatte tabene, og Jane Dahl Christensen sygemeldte sig med stress, mens finansdirektør Morten Skou sagde op. Herefter bliver Kent Larsen ansat som finansdirektør og blev med det samme smidt ind i en kompliceret sag. Han bliver oplyst om de store tab i Risk Management afdelingen, og at aktiemarkedet skulle vide besked om dette. I begyndelsen var der stor usikkerhed om størrelsen af tabene, da investeringerne var komplekse og tabene stadig ikke var realiseret. Dog var tabene af så stor størrelse, at det ikke kunne forsvares at holde

⁶⁶ Christensen, Johan: "OW Bunkers chef for oliespekulation: Man tyssede spekulatøren ned før børsnotering", Børsen

⁶⁷ Høberg, Jesper: "Da olieprisen faldt, blev efterår til "Red October" i OW Bunker", Jyllands-Posten.

informationerne for sig selv, og der skulle derfor en børsmeddelelse ud. Der blev givet en børsmeddelelse den 7. oktober 2014, hvori der blev meddelt om en nedjustering på 130 mio. kr. I meddelelsen forklarede OW Bunker, at tabene var opstået i forbindelse med OW Bunkers almindelige risikoafdækning. Efter børsmeddelelsen var aktiekursen for OW Bunker i frit fald og den faldt hele 26 procent. Dagen efter fortsatte nedturen, da de skulle svare på spørgsmål fra forskellige aktieanalytikere i forbindelse med en telekonference. På denne telekonference udtalte Carsten Dehn fra SEB Wealth Management blandt andet:

Jeg må sige, at det indtryk, jeg har af virksomheden i dag, slet ikke stemmer overens med det indtryk, jeg fik, da virksomheden blev præsenteret af dig ved børsnoteringsen. Det er en helt anden virksomhed⁶⁸.

Mens konferencen stadig var i gang, opfordrede han samtlige af sine folk i SEB til at sælge alle aktier i OW Bunker, da han havde mistet tilliden til ledelsen i OW Bunker. Efter denne dag faldt aktien yderligere 28 procent. Samtidig med dette var der yderligere tab i Risk Management afdelingen som skulle afdækkes. Efter Kent Larsen opdagede nye tab, ringede han til Jim Pedersen for at informere om, at der var tabt yderligere 20 mio. dollar. Kent Larsen forlangte at få adgang til formandskabet samt selskabets advokat i løbet af morgenen eller først på formiddagen, for at sikre sig at han havde orienteret bestyrelsen på behørig vis og foretaget sig, hvad der ellers pålægger sig som anmeldt direktør, og altså at gøre dem opmærksomme på de yderligere tab og overtrædelse af risikoafdækningspolitik. I stedet blev det aftalt, at Niels Henrik Jensen skulle komme til hovedkontoret i Nørresundby. OW Bunker handlede derivater via banken Jefferies og når investeringerne var nået en på forhånd aftalt smertegrænse, krævede Jefferies nye indbetalinger, ellers ville positionerne blive lukket ned og tabene ville være realiserede. Den 15. oktober ramte de smertegrænsen og Jefferies krævede en indbetaling på over 60 mio. dollar. OW Bunker havde ikke i nærheden af 60 mio. dollar, hvorfor Kent Larsen gik i gang med at finde disse penge. En måde at gøre dette på var indkøbsstop, da OW Bunker solgte med 30 dages kredit, hvilket betød, at der fortsat ville komme penge i kassen, uden virksomheden selv brugte nogle penge. Den 15. oktober var tabet på oliespekulation nu oppe på 55 mio. dollar alene i oktober måned, men det var ifølge Kent Larsen ikke nok til, at Niels Henrik Jensen mente, der var behov for at udfærdige en ny

⁶⁸ Høberg, Jesper: "Da olieprisen faldt, blev efterår til "Red October" i OW Bunker", Jyllands-Posten.

fondsbørsmeddelelse, da der blot var tale om urealiserede tab og man ikke kunne gå til markedet hver gang kursen på derivaterne steg eller faldt i værdi. I løbet af dagen tabte de yderligere 8,5 mio. dollar, hvilket betød tabene nu var oppe på 63,5 mio. dollar. Ifølge referatet var bestyrelsen dybt rystet over tabet. Topchef Jim Pedersen havde bemærket, at det ikke kommer uden risiko at tjene 10-12 mio. dollar om året for Janes forretning. Vi fjerner indtjeningen, hvis vi fjerner risikoen. To dage efter bestyrelsesmødet sender OW Bunker sin 3. kvartalsmeddelelse ud, hvori de skriver, at de urealiserede tab var opjusteret til 24,5 mio. dollar. Ifølge kuratorrapporten udarbejdet af advokat Søren Halling-Overgaard var de reelle tab på dette tidspunkt på over 100 mio. dollar. Samtidig skriver Søren Halling-Overgaard i rapporten, at OW Bunker løbende i august 2014 undlod at informere markedet om væsentlige urealiserede tab⁶⁹.

Som det ses i nedenstående figur 5, hvor olieprisen i 2014 i dollar er afbilledet, ses det, at prisen på olie begyndte at falde i august 2014. Her falder den ret hurtigt til et niveau fra omkring 100 dollar, til omkring i september at være nede omkring 90 dollar. Dette er et stort fald, når OW Bunkers store volumen tages i betragtning. Dette fald gør, at OW Bunker som tidligere skrevet udsender en børsmeddelelse. Carsten Dehn, der er porteføljemanager ved SEB Wealth Management udtaler sig om OW Bunker efter børsmeddelelsen, hvor han siger følgende:

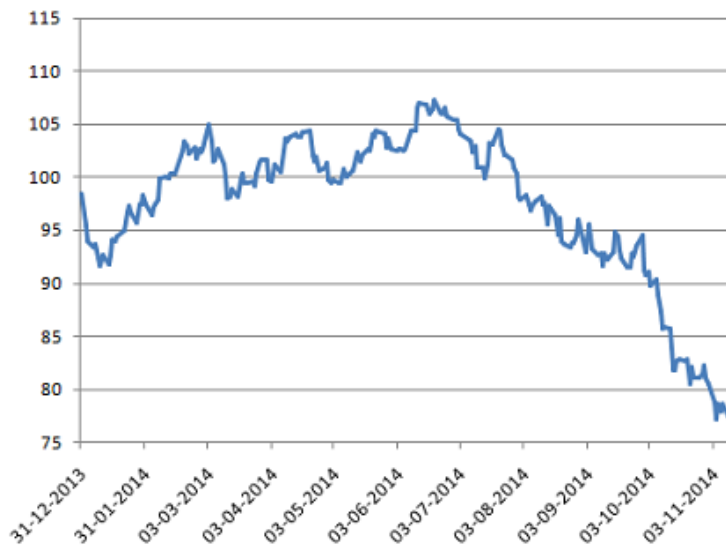
Den type risikostyring, som selskabet i realiteten har, er på ingen måde den type risikostyring, som vi blev præsenteret for ved børsnoteringsen. Det tyder på, at selskabet har været villig til at tage mere risiko, fordi markedet var begyndt at komme under pres⁷⁰.

Ud fra figur 5 ses det, at olieprisen efterfølgende falder, og i november måned er olieprisen nede på omkring 75 dollar, hvilket er et stort fald på så få måneder, og dermed satte det OW Bunker yderligere under pres. I sidste ende, endte det med at OW Bunkers spekulation i olie havde afgørende betydning for at virksomheden gik konkurs.

⁶⁹ Høberg, Jesper: "Da olieprisen faldt, blev efterår til "Red October" i OW Bunker", Jyllands-Posten.

⁷⁰ Skouboe, Jakob: "OW Bunker – insidernes fortælling om det dramatiske kollaps" s. 133

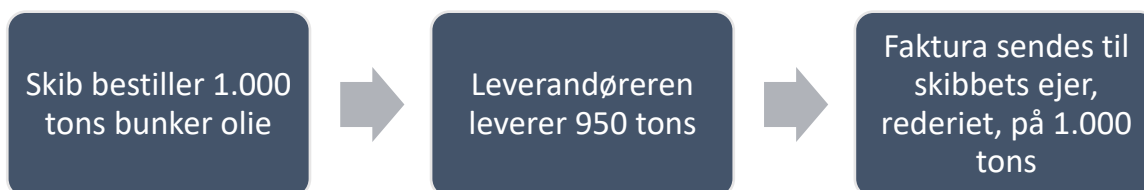
Olieprisen i 2014 (i dollar)



Figur 5: Olieprisen i 2014

3.3 Dynamic Oil Trading

Lars Møller blev udpeget til at stå i spidsen for OW Bunkers nye selskab i Singapore, Dynamic Oil Trading, (DOT). Han var tidligere regionschef for den gamle Singapore afdeling, OW Bunker Far East, og havde dermed kendskab til markedet. Bunkermarkedet i Singapore skulle efter sigende være kendt som et beskidt, men også ekstremt stort marked.⁷¹ Markedet er kendetegnet ved, at selskaber kommer og går ligesom flere tvivlsomme forretningsmetoder skulle være udbredte. Eksempelvis er det ikke ualmindeligt, at skibskaptajner tjener store beløb ved lyssky transaktioner som følgende:



Figur 6: Eksempel på lyssky forretningsmodel

På den måde kan leverandøren beholde 50 tons olie og dele gevinsten med skibets kaptajn, der altid kan påstå at have sejlet mod en stærk strøm eller lignende, hvis rederiet går sagen i gennem.⁷²

⁷¹ Skouboe, Jakob: "OW Bunker – insidernes fortælling om det dramatiske kollaps" s. 73

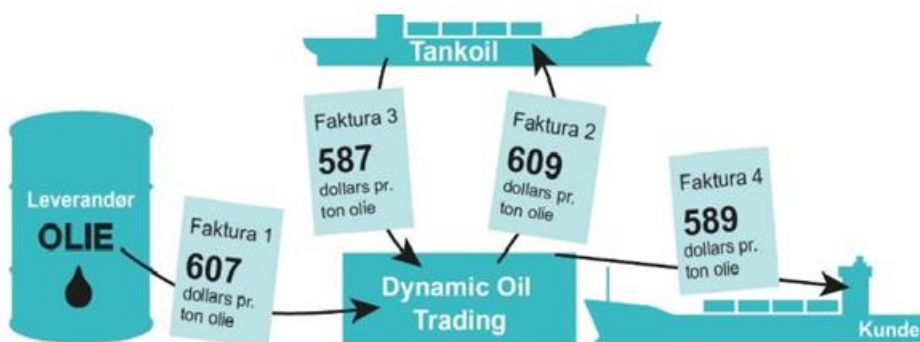
⁷² Skouboe, Jakob: "OW Bunker – insidernes fortælling om det dramatiske kollaps" s. 74

Ved at have to selskaber i Singapore kunne OW Bunker dele markedet op således, at OW Bunker Far East kunne handle med de store og velrenommerede rederier, mens DOT kunne handle med de lokale og mere suspekter kunder, hvorfor DOT internt i OW Bunker blev omtalt som "skraldespanden".⁷³ DOT havde tilsyneladende succes og leverede positive resultater, som skabte undren i Global Sales-afdelingen, der ikke kunne gennemskue, hvorfor DOT tjente flere penge end de burde målt på omsætningen. Det viser sig, at indtjeningen stammer fra renteindtægter som følge af kreditter, hvorfor resultatet således ikke kun var baseret på den service margin, som beskrives i prospektet.⁷⁴

DOT havde siden starten i 2012 oplevet store vækstrater, og den store vækst var primært sket via samhandel med én samhandelspartner, Tankoil. Tankoil fungerede som barge-firma, hvilket vil sige en fysisk leverandør af bunkerolien til skibe, som i det her tilfælde var ejet af de rederier, som var DOTs slutkunder.

Samhandlen er forklaret i nedenstående figur. Den første transaktion i processen var, at DOT købte olien hos en olieleverandør, som eksempelvis Shell. Anden transaktion foregik således, at DOT solgte olien til tankoil med en lille fortjeneste, hvorefter DOT købte olien tilbage til en lavere pris, inden olien blev solgt til slutkunden for en pris lavere end indkøbsprisen.

Dynamic Oil Tradings mystiske samhandel med Tankoil



Figur 7: Samhandel mellem DOT og Tankoil⁷⁵

⁷³ Skouboe, Jakob: "OW Bunker – insidernes fortælling om det dramatiske kollaps" s. 76

⁷⁴ Skouboe, Jakob: "OW Bunker – insidernes fortælling om det dramatiske kollaps" s. 76

⁷⁵ Høberg, Jesper: "Millionerne fossede ud, mens OW Bunker bogførte store overskud", Jyllands-Posten.

Denne noget ulogiske distributionskæde medførte, at Tankoil opbyggede en stor kredit til DOT. Umiddelbart ville denne forretningsmodel ingen værdi give for et barge-firma, som Tankoil, men ifølge Lars Møller, kunne modellen skabe overskud. Enten via derivater eller via en lyssky metode som beskrevet tidligere i afsnittet. Lars Møller fortæller, at en anden lyssky metode, der kunne anvendes var, cappucinomodellen, hvor olien påfyldes med høj fart, således der kommer luftbobler i olien og den dermed fylder mere. Dermed kan leverandøren eksempelvis levere 950 tons olie i stedet for 1.000 som slutkunden havde bestilt og også på den måde skabe en gevinst.⁷⁶

I skrivende stund er der påbegyndt en straffesag mod DOTs direktør Lars Møller, der er tiltalt for mandatsvig af særlig grov beskaffenhed. Denne retssag bliver fulgt tæt af investorerne, der har rejst civile søgsmål på baggrund af mangler i prospektet. Straffesagen kan give nogle indikationer på, hvem der vidste hvad omkring DOTs kreditter. På den ene side påstår ledelsen, at Lars Møller i høj grad har handlet på egen hånd, mens Lars Møller påstår, at ledelsen i Nørresundby var klar over, hvad der foregik i Singapore. Niels Mengel, der er formand for dansk aktionærforening og en del af de 3.400 private investorer, der har fået fri proces til at føre gruppesøgsmål mod den tidligere ledelse og Altor, udtaler til DR:

Hvis der er indicier for, at ledelsen eller bestyrelsen var bekendt med, hvad der foregik i Singapore, så skulle prospektet jo have indeholde helt andre oplysninger, for der stod ikke noget om den her type spekulation. Der stod, at det var en ren oliehandel, siger Niels Mengel, der er formand for Dansk Aktionærforening.⁷⁷

Af samme årsag er denne retssag også interessant i forbindelse med udarbejdelsen af dette speciale, da vidneudsagn og de forskellige aktørers synspunkter kan være med til at forstå, hvad der foregik hos DOT og eventuelt give et billede af, hvor meget af dette de vidste i hovedkvarteret i Nørresundby.

Af DOTs regnskaber fremgår det, at kreditten til Tankoil indbragte selskabet 39 mio. kr. i renteindtægter. Det samlede overskud i DOT var på 50 mio. kr., hvorfor denne kreditgivning til Tankoil havde væsentlig betydning for selskabet, ligesom økonomien i høj grad var afhængig af Tankoils fortsatte betalingsevne. DOT solgte olien til tankoil med en kredit på 30 dages betalingsfrist,

⁷⁶ Høberg, Jesper: "Millionerne fossede ud, mens OW Bunker bogførte store overskud", Jyllands-Posten.

⁷⁷ Sommer, Mathias: "3.400 aktionærer følger OW Bunker-retssag tæt: Helt afgørende for os", Danmarks Radio

og når fristen blev overskredet, skulle Tankoil betale en rente på 2% om måneden svarende til en årlig rente på 26,82 %. Ifølge Lars Møllers forsvarsadvokat havde Lars Møller i forbindelse med budgetteringen for 2014 lagt op til, at DOT skulle levere lavere renteindtægter. Det brød den daværende CEO Jim Pedersen sig ikke om og beordrede øgede renteindtægter, da man med den kommende børsnotering havde en strategi, der handlede om vækst, vækst og atter vækst. Det betød, at man ifølge Lars Møller budgetterede med renteindtægter på to mio. dollar. I 2014, mens realiteten blev væsentlig højere med 12 mio. dollar fra januar til september 2014.⁷⁸

Tankoil var ejet af Dennis Tan og samarbejdet med ham var ifølge Halling-Overgaard startet, da Lars Møller endnu var direktør i det andet OW Bunker selskab i Singapore, OW Bunker Far East, i 2011. På daværende tidspunkt ejede Dennis Tan selskabet, Petrotec, der havde opbygget en gæld til OW Bunker koncernen på 4,8 mio. dollar. OW bunker forsøgte at kreditforsikre sit tilgodehavende hos Petrotec, men det blev afvist, da forsikrings-selskabet, Atradius, ikke fandt, at Petrotec var kreditværdigt, ligesom de anbefalede, at OW Bunker kun handlede med selskabet i det omfang de kunne få stillet sikkerhed for et eventuelt tilgodehavende. Petrotec fulgte med over i DOT, da selskabet blev etableret i efteråret 2012, hvor gælden voksede til 20 mio. dollar inden den blev elimineret i marts 2013. Ifølge Halling-Overgaard blev gælden reelt set bare overtaget af Tankoil, hvorefter gælden igen voksede yderligere.⁷⁹

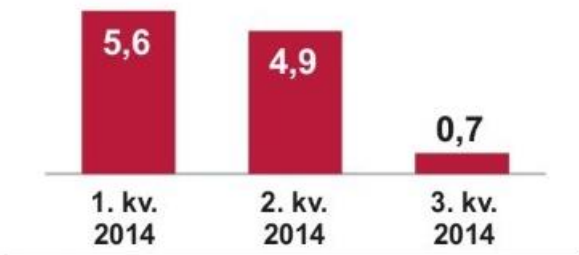
Hos OW Bunker ledelsen var der tilsyneladende et ønske om at omflytte disse renteindtægter til driften. Først forsøgte CFO'en sig med en model, hvor renteindtægterne i stedet blev overført til højere afregningspriser for den olie Tankoil købte af DOT, men dette ville betyde, så høje priser, at DOT ville ryge ud af markedet. I stedet valgte man ved aflæggelse af tredjekvartalsregnskabet for 2014 at flytte renteindtægterne fra "financial income" til almindelige driftsindtægter med den begrundelse at yde kredit til kunder og i den forbindelse generere renteindtægter er en del af en bunker-forretning. Dette medførte, at driften tog sig bedre ud og at regnskabet blev mere uigennemskueligt og dette har efterfølgende medført kritik af både ledelsen og selskabets revisor Deloitte. I nedenstående figur ses udviklingen i de rapporterede renteindtægter fra de tre første kvartaler af 2014.

⁷⁸ Erhardtson, Birgitte: "Analyse: Sømænd ka' li' piger – bunker-tradere ka' li' renteindtægter", Berlingske Business

⁷⁹ Høberg, Jesper: "Millionerne fossede ud, mens OW Bunker bogførte store overskud", Jyllands-Posten.

Renter

Tal i mio. dollars



GRAFIK: LO

Figur 8: Renteindtægter⁸⁰

Under straffesagen har flere tidligere ansatte og chefer forklaret, at ingen var klar over, at Lars Møller og DOT havde givet langt større kreditter end det fremgik af systemerne og hvad der var bevilliget fra CEO, Jim Pedersen. Godt nok kunne ledelsen nemt følge med i, hvordan DOT trak store summer på koncernens kassekredit hos Nordea, men i DOT forklarede man, at der også var blevet købt stort ind hos Tankoil, og at eksponeringen derfor var langt mindre. Lars Møllers forsvarsadvokat har tidligere udtalt følgende:

Renteindtægter kan genereres på to måder. Enten fordi man har penge i banken og det havde OW Bunker ikke – eller også fordi man har ydet sine leverandører kredit.⁸¹

Han mener dermed, at ledelsen var velvidende om den kredit, der var afgørende for DOTs vækst. Under straffesagen har Lars Møller udtalt følgende:

Jim (Pedersen) vidste udmærket godt, hvordan tingene kørte i Singapore⁸²

Lars Møller erkendte i retten, at han ikke havde fået en præcis besked fra Jim Pedersen, om hvor stor en kredit Tankoil måtte få, men han mente ikke, at det var hans opgave at få det godkendt af bestyrelsen, der skulle godkende alle kreditter over 10 mio. dollar.

De prospektansvarliges manglede kendskab til den store kredit til tankoil hænger dårligt sammen med den beskrevne struktur af styringen af kreditbemyndigelse i prospektet. Ifølge prospektet var grænserne for kreditgivningen 0,3 mio. dollar for lokale managers, 2,5 mio. dollar for koncernens

⁸⁰ Høberg, Jesper: "Milliarder blev tabt på OW Bunkers kollaps", Jyllands-Posten.

⁸¹ Erhardtson, Birgitte m.fl. "Singapore-chef i nyt angreb på OW Bunker topledelsen", Berlingske Business

⁸² Christensen, Johan: "Tiltalt OW Bunker-chef skød på afdød topchef", Børsen

kreditdirektør, 5 mio. dollar for kreditudvalget og 10 mio. dollar for OW bunkers CEO, mens kreditter derudover skulle forelægges og godkendes af bestyrelsen.⁸³ Sagen handler derfor i høj grad om, hvorvidt ledelsen kendte til eller burde kende til den store kredit, DOT havde givet til tankoil.

Af prospektet fremgår det, at OW Bunker har oplevet vækst i alle lande, hvori de havde aktiviteter, men at det især er i Singapore, hvor den største vækst er forekommet.

Tabel 1: OW Bunkers aktiviteter på forskellige geografiske områder (egen tilvirkning)⁸⁴

USD mio.	Regnskabsår			Vækst
	2013	2012	2011	
Danmark	527	536	397	33%
Nordeuropa (ud over Danmark)	5.677	5.264	4.946	15%
Sydeuropa	1.076	1.123	1.050	2%
Singapore	4.833	2.461	1.844	162%
Asien (ud over Singapore)	2.635	2.505	1.946	35%
Mellemøsten og Afrika	788	937	743	6%
Nord- og Sydamerika	1.452	1.299	825	76%
Omsætning i alt	16.987	14.123	11.750	45%

OW Bunker havde i perioden fra 2011 til 2013 oplevet en samlet vækst i omsætningen på 45%, mens væksten i Singapore udgjorde 162 %. Det betyder at 57 % af OW bunkers samlede vækst stammede fra aktiviteter i Singapore. I prospektet fremhæves således Singapore og Nord- og Sydamerika som geografiske områder, hvor koncernen har udvidet aktiviteterne væsentligt. Grunden hertil tilskrives i prospektet:

Den vellykkede implementering af strategiske tiltag, herunder ekspansionen af OW Bunkers reselling-aktiviteter og etableringen af nye aktiviteter for fysisk distribution.⁸⁵

Dette hænger dårligt sammen med, at DOT har renteindtægter for 39 mio. kr., ud af et samlet overskud på 50 mio. kr. Dette kunne tyde på, at væksten i høj grad har sammenhæng med en øget kreditgivning og ikke reselling og fysisk distribution, som det står i prospektet.

Kreditgivning er nævnt i prospektet under afsnittet om risici. Her står der:

⁸³ Prospekt – OW Bunker A/S s. 82

⁸⁴ Prospekt – OW Bunker A/S s. 75

⁸⁵ Prospekt – OW Bunker A/S s. 75

Koncernen yder kredit til de fleste af sine kunder i forbindelse med deres køb af skibsbrændstof fra Koncernen, og det kan få væsentlig negativ indvirkning på OW Bunkers virksomhed, finansielle stilling og resultat, hvis Koncernen ikke er i stand til at inddrive tilgodehavender fra sine kunder eller i givet fald ikke kan få dækket sådanne beløb gennem sin kreditforsikring.⁸⁶

Yderligere står der i virksomhedsbeskrivelsen at:

OW Bunker yder som et af sine væsentligste værditilbud løbende kunderne kredit, og Koncernen vurderer, at den aktive kreditrisikostyring, herunder kreditforsikringspolitikken, har været afgørende for OW Bunkers succes.⁸⁷

I prospektet står der, at typisk mellem 70% og 75% af koncernens tilgodehavender forsikres og at den ikke-forsikrede andel af tilgodehavender omfatter kreditter til større kreditværdige kunder, som OW Bunker føler sig trygge ved at yde en kredit, der overskrider, hvad OW bunkers kreditforsikringsselskab tillader, samt mindre kunder, hvortil der ydes en begrænset kredit.⁸⁸ Ligeledes står der på prospektets s. 62, at disse forsikringer er i overensstemmelse med OW Bunkers konservative driftsfilosofi og virksomhedskultur, og at disse er med til at begrænse den kreditrisiko, der er ved forretningsmodellen.

I straffesagen mod Lars Møller er det kommet frem, at Lars Møller modtog to sæt tal angående den ydede kredit, hvoraf kun den ene blev sendt til hovedkontoret. Anklageren påpegede, hvorledes der var forskel på de tal, der blev sendt til hovedkontoret og de tal de diskuterede internt i DOT. I en E-mail korrespondance mellem Lars Møller og DOTs økonomichef fremgik det i september 2014, at DOTs nettotilgodehavende hos Tankoil var 115 mio. dollar, mens økonomichefen samme dag orienterede hovedkontoret om, at nettotilgodehavendet var på knap 7 mio. dollar.⁸⁹ Dette kan indikere, at ledelsen ikke kendte til de reelle forhold i Singapore.

⁸⁶ Prospekt – OW Bunker A/S s. 82

⁸⁷ Prospekt – OW Bunker A/S s. 68

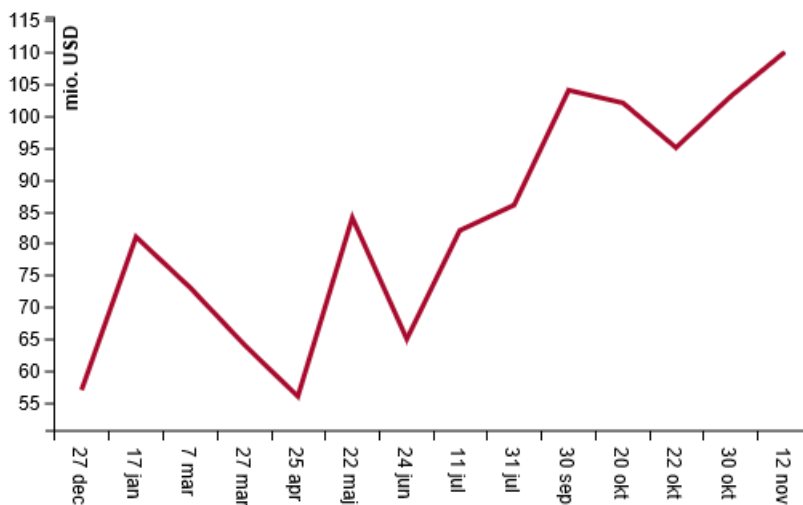
⁸⁸ Prospekt – OW Bunker A/S s. 68

⁸⁹ Høberg, Jesper: "Måske skal vi fortælle ledelsen...", Jyllands-Posten

I samme sag er Lars Møllers forsvarsadvokats store argument for frifindelse, at ledelsen kendte alt til den ydede kredit i Singapore, hvilket han blandt andet underbygger med, at DOTs betydelige træk på kassekreditte også var synlig for ledelsen i Nørresundby. Nedenstående figur viser DOTs træk på kassekreditte og er lavet på baggrund af kontoudtog, der er fremvist i Retten i Aalborg.⁹⁰

Dynamic Oil Tradings træk på OW Bunkers kassekredit

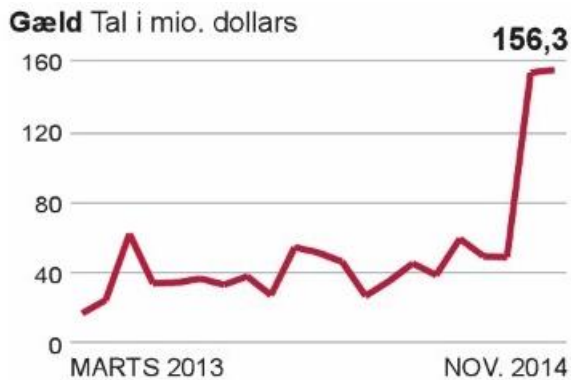
December 2013-november 2014 Kilde: Kontoudtog fremvist i Retten i Aalborg



Figur 9: DOTs træk på kassekreditte

Den samlede kredit til Tankoil var allerede i marts 2013 markant over de tilladte 10 mio. dollar, men steg voldsomt i efteråret 2014, som det fremgår af nedenstående figur 10.

⁹⁰ Høberg, Jesper: "Opgøret efter OW Bunker: Køen ved håndvasken er så lang, at en førsteårselev ved kassen i Netto ville blive misundelig", Jyllands-Posten



Figur 10: Kredit til Tankoil⁹¹

Der har ikke været ét vidne, som har givet en plausibel forklaring på, hvordan man kan påstå ukendskab, samtidig med at de to tal stod og blinkede. De forklaringer er afgivet af folk, der har en vis egeninteresse i at fralægge sig mest muligt ansvar for kollapset, fordi de selv har ørerne i maskinen i alle de civile sager.⁹²

Ovenstående citat er fra Lars Møllers forsvarsadvokat, der påstår, at de civile sager, som vi beskæftiger os med i denne afhandling, har haft indflydelse på de forklaringer, der er afgivet i straffesagen.

Med disse interesser er det vigtigt, at vi forholder os kritisk overfor de udtalelser, de forskellige aktører kommer med i sagen. Lars Møller og hans forsvarsadvokater har interesse i at bevise, at ledelsen vidste så meget som muligt i forhold til at kunne opnå frifindelse i straffesagen, mens eksempelvis ledelsen og Altor har interesse i at fraskrive sig ansvaret for kreditten i Singapore, for på den måde at stå bedre i de civile sager omkring prospektansvar.

3.4 Altors ejerskab

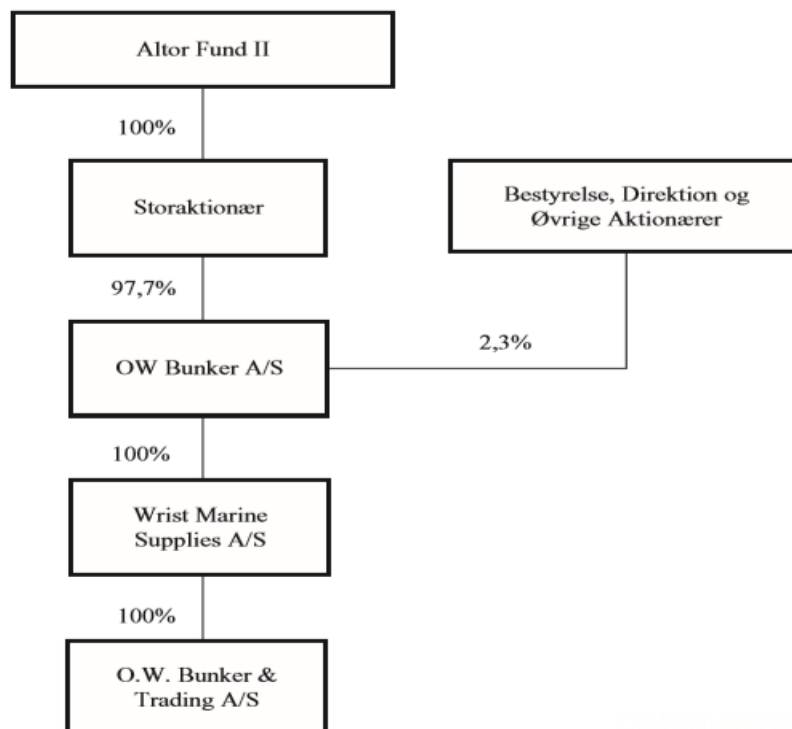
Wrist koncernen, der udover OW Bunker med tilhørende datterselskaber, bestod af Wrist Supply Group, der drev og stadig driver virksomhed ved levering af proviant til skibe, blev i 2007 købt af kapitalfonden Altor Fund II (gennem det 100 % ejede danske selskab Newco AEP A/S) og af koncernens ledelse sammen med en række nøglemedarbejdere. Prisen var angiveligt på mellem en

⁹¹ Høberg, Jesper: "1 hour and 45 minutes ago we were ready to support you – now you're bankrupt", Jyllands-Posten

⁹² Høberg, Jesper: "Opgøret efter OW Bunker: Køen ved håndvasken er så lang, at en førsteårselev ved kassen i Netto ville blive misundelig", Jyllands-Posten

halv og en hel milliard danske kroner. Altor Fund II ejede efter købet 93,5 procent af koncernen, mens koncernens ledelse og nøglemedarbejdere ejede de resterende 6,5 procent.⁹³

Altor Fund II er et begrænset hæftende selskab registreret på Jersey, der primært foretager investeringer i unoterede nordiske virksomheder. Altor var eksempelvis majoritetsaktionær i den svenske investeringsbank Carnegie, der var en af emissionsbankerne bag børsnoteringen. Som tidligere nævnt blev der foretaget en omstrukturering i 2013, og her blev det nyoprettede Luxembourg selskab OW Lux S.Á.R.L indsat som ejer af aktierne i OW Bunker koncernen. Det nyoprettede selskab ejes 100 procent af Altor Fund II og i forbindelse med omstruktureringen blev der udloddet ca. 1,1 mia. kr. til Altor. Af prospektet fremgår følgende koncernstruktur på prospektdagen:



Figur 11: Ejerhierarki for Altor⁹⁴

⁹³ UDSKRIFT AF ØSTRE LANDSRETS DOMBOG - KENDELSE - Afsagt den 9. februar 2018 af Østre Landsrets 14. afdeling (B-407-17)

⁹⁴ Prospekt – OW Bunker A/S s. 43

3.5 Salgsprocessen

En kapitalfond investerer hovedsageligt i unoterede aktier med det formål at sælge aktierne videre med fortjeneste efter en årrække og i 2011 meddelte Altor OW Bunkers ledelse, at man ville påbegynde en exit med det formål at sælge OW Bunker grenen af koncernen. I april 2012 meddelte Altor OW Bunkers bestyrelse om, at Altor forventede at have afhændet OW Bunker inden for det næste år, da man forventede stor interesse fra kapitalfonde, olieselskaber, rederier, oliehandlere, internationale banker og koncernens konkurrenter. I den forbindelse blev der udsendt et salgsmateriale til 13 branchekyndige købere, hvoraf de 4 afgav et bud i spændet 1,3 til 2,3 mia. kr.⁹⁵

I salgsprocessen gav Altor de potentielle købere indblik i Risk Management funktionens aktiviteter og betydning for selskabets bundlinje. Vitol, som er en hollandsk energivirksomhed, var en af de potentielle købere, som blev præsenteret for Risk Management funktionens andel af EBIT, som udgjorde følgende:

Tabel 2: Risk Managements andel af EBIT⁹⁶

ÅR	Andel af EBIT
2009	17,4%
2010	69,4%
2011	15,9%
2012	15,9%

Denne indtjening skete via den ovenfor nævnte spekulationsforretning. OW bunker lagde også vægt på DOTs potentielle indtjeningsmuligheder i salgsprocessen. Disse oplysninger var derfor med til, at de branchekyndige investorer afgav bud, der var betydeligt lavere end den værdi, hvortil selskabet senere blev børsnoteret til. Da Altor ikke kunne finde en køber, der ville betale den ønskede pris, blev planen i stedet at sælge aktier i OW Bunker gennem en børsnotering.

I prospektet var der ifølge redegørelsen udeladt et afsnit, som i første omgang skulle have været med, hvori resultaterne fra Risk Management klart var beskrevet fra årene 2001-2012. DOTs betydning for indtjeningen, herunder de betydelige renteindtægter, var heller ikke omtalt i prospektet. OW Bunker udarbejdede, udover prospektet, også en såkaldt retailbrochure, der

⁹⁵ UDSKRIFT AF ØSTRE LANDSRETS DOMBOG - KENDELSE - Afsagt den 9. februar 2018 af Østre Landsrets 14. afdeling (B-407-17), s. 7

⁹⁶ Management Presentation for Vitol

indeholdt en kortfattet beskrivelse af OW bunker og børsnoteringen. Heri fremhæves det, at forretningsmodellen er, at resultatet afhænger af volumen og en servicemargin opkrævet af kunderne og ikke prisen på olie.

OW Bunkers resultater afhænger af den distribuerede mængde brændstof og den servicemargin, kunderne opkræves pr. ton brændstof, og ikke af den underliggende brændstofpris.⁹⁷

Heri står desuden, at OW bunker har en konservativ tilgang til risici både, hvad angår kreditrisiko og oliepriserisiko.

3.6 Børsintroduktionen

OW Bunkers aktier blev noteret på Københavns fondsbørs den 28. marts 2014. Kursen på en enkelt aktie blev fastsat til 145 kr. pr aktie, svarende til en markedsværdi på mere end 5,3 mia. kr. Der var 22.063.087 stk. aktier i udbud, svarende til ca. 60 % af selskabets aktiekapital, knap 3,5 % af aktierne var nye aktier udstedt af selskabet. Dermed gav børsnoteringen et provenu på ca. 3,2 mia. kroner, hvoraf Altor modtog 3,013 mia. kr., OW bunker modtog 110 mio. kr. mens ledelsen modtog 76 mio. kroner.⁹⁸

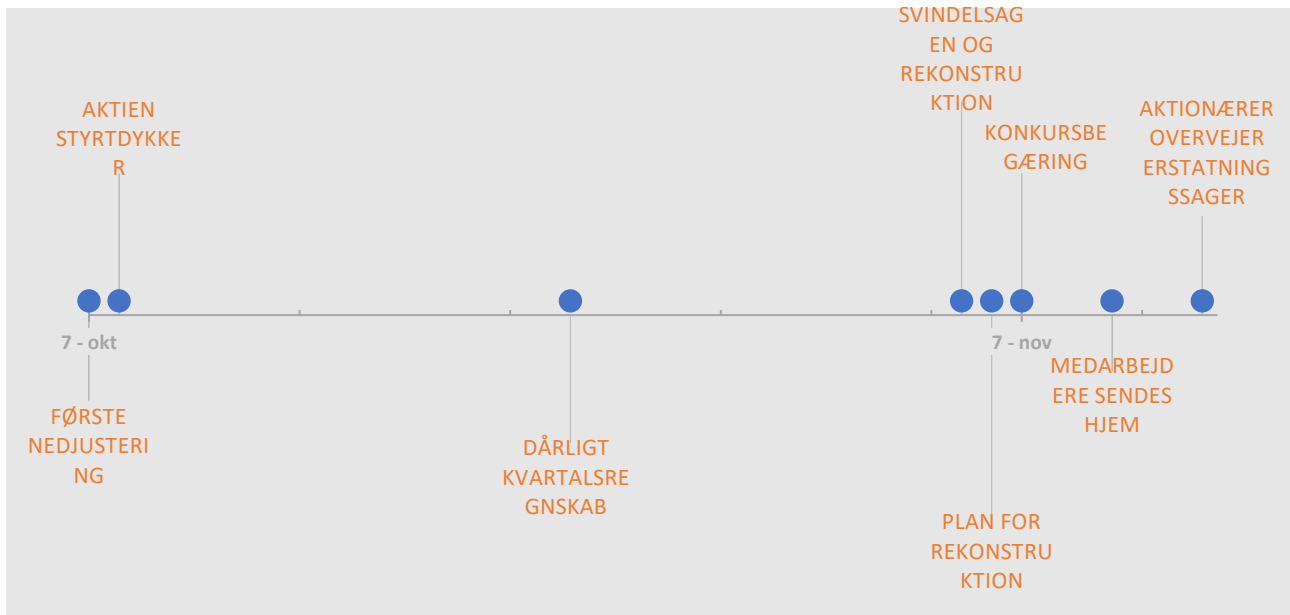
3.7 Konkursen

Vi vil nu give en kort beskrivelse af perioden fra kort før børsnoteringen og frem til konkursen, samt beskrive hvilke ting der skete i denne periode.

⁹⁷ OW Bunker: "Kom med ombord", Retailbrochure

⁹⁸ UDSKRIFT AF ØSTRE LANDSRETS DOMBOG - KENDELSE - Afsagt den 9. februar 2018 af Østre Landsrets 14. afdeling (B-407-17), s. 9

Figur 12: Tidslinje OW Bunker Konkursen



OW Bunker afslutter 2013, med en omsætning på 95 milliarder kroner, og nyder stor succes. Samtidig har de på dette tidspunkt 622 ansatte. 28. marts 2014 bliver OW Bunker børsnoteret. Det sker med stor opmærksomhed og allerede den første dag køber omkring 20.000 investorer aktier i OW Bunker og kursen stiger 20,7 procent på første handelsdag. Dermed var selskabet oppe på en markedsværdi på 6,4 mia. kroner.

Den 7. oktober 2014 vælger OW Bunker pludseligt at nedjustere forventninger til årets resultat. Det kommer som en overraskelse for markedet, at OW Bunker nedjusterer. De forventer, at resultatet bliver 20 procent dårligere end året før. Nedjusteringen begrundes som sagt med et fald i olieprisen og efterfølgende konstaterer Carsten Dehn fra SEB Wealth Management, som er erfaren porteføljeforvalter, at selskabet ikke længere var det, som han var blevet præsenteret for ved børsnoteringen og havde investeret kundernes penge i få måneder tidligere. Blot dagen efter de dårlige nyheder får selskabets aktiekurs et hug i kursen. Aktiekursen styrtdykker fra kurs 136 til kurs 80.

Den 23. oktober 2014 kommer OW Bunker så med deres kvartalsregnskab. Dette regnskab, altså deres 3. kvartalsregnskab ender forfærdeligt for OW Bunker og de nedjusterer endnu engang blot

14 dage efter deres seneste nedjustering. Samtidig informerer de om, at tabet fra fejlslagne oliehandler anslås til 150 mio. kr.

Den 5. november 2014 bliver ledelsen i OW Bunker angiveligt opmærksom på en svindelsag i Singapore hos datterselskabet Dynamic Oil Trading. Det angivelige bedrageri kan koste selskabet 750 mio. kr. Samtidig er tabene fra de tidligere nævnte fejlslagne oliehandler vokset fra 150 mio. kr. til hele 900 mio. kr. OW Bunker søger derfor deres bankforbindelser om en forlængelse af deres kreditter. OW Bunkers bankforbindelser nægter en forlængelse, hvorfor OW Bunker sendes i rekonstruktion. Den 6. november 2014 bliver to advokater bedt om at udfærdige en plan for rekonstruktionen af OW Bunker. Blot dagen efter, altså den 7. november 2014 indgiver ledelsen i OW Bunker en konkursbegæring. Den 13. november 2014 meddeler over 4.000 personer Dansk Aktionærforening, at de kan være interesseret i et søgsmål mod OW Bunker eller ledelsen. Samtidig overvejer store pengetanke som ATP og PFA at gøre det samme. Dermed overvejer aktionærerne altså et retsligt efterspil i form af erstatningssager.

Kursudviklingen for OW Bunkers 224 dage på børsen er illustreret i nedenstående figur.



Figur 13: Kursudviklingen OW Bunker⁹⁹

3.8 Project OAK

Den 1. marts 2015 bragte DR en historie om interne dokumenter i forbindelse med OW bunkers børsprospekt og udarbejdelsen af dette. Disse dokumenter tyder på, at både informationerne

⁹⁹ Høberg, Jesper: "Da olieprisen faldt, blev efterår til "Red October" i OW Bunker", Jyllands-Posten

vedrørende datterselskabet DOT i Singapore samt selskabets Risk Management afdeling bevidst er blevet udeladt af prospektet. Denne historie fra DR nævner, at bankerne der var med ved emissionen, Carnegie og Morgan Stanley i et dokument, de har kaldt: "Project Oak – Perspectives on public disclosure" den 30. august 2013 havde gjort OW Bunker opmærksom på, at de skulle beskrive den del af virksomheden, der omhandlede spekulation i olie. Ud fra disse dokumenter bliver OW Bunker anklaget for bevidst at have udeladt vigtige informationer fra prospektet. Emissionsbankerne skrev blandt andet, at forretningsområdet vedrørende risk management er kritisk og kræver omhyggelig præsentation overfor investorerne¹⁰⁰. Professor samt ekspert i børseret, Søren Friis Hansen, udtaler på baggrund af de lækkede dokumenter:

Det tyder jo på, at det er forsætligt, at man har undladt disse oplysninger, for man kan se i dokumenterne, at man er vidende om, at det er af væsentlig betydning for investorerne. Carnegie og Morgan Stanley har spurgt ind til oplysningerne og skriver at "det må man oplyse noget mere om", og det gør man ikke.

Samtidig er der flere steder, hvor det er nævnt, at netop oplysninger om selskabets Risk Management afdelingen, var på dagsordenen, da man i foråret 2012 forsøgte at sælge OW Bunker til en række industrielle købere som beskrevet i afsnit 3.5.

En anonym kilde, som har henvendt sig til DR i forbindelse med sagen, og som angiveligt er en tidligere topfigur i Risk Management afdelingen, udtaler:

Risk Management var akilleshælen. I den industrielle salgsproces gik det op for os, hvor svært det var at forklare, hvordan forretningen fungerede på det her punkt. Køberne blev urolige og vi kunne ikke overbevise dem om, at forretningen var stabil, så insidernerne i Project Oak står med et dilemma.¹⁰¹

Kenneth Rosenmeyer bakker op om denne udtalelse. Han fortæller, at en specifik køber, nemlig Cargill trak sig, da man ikke vil betale noget for risikostyringen, da det går i nul når det skal værdiansættes, fordi risikostyringen kan gå op og ned¹⁰².

¹⁰⁰ Fastrup, Niels m.fl.: "OW Bunker-dokument afslører: Risikable spekulationer blev bevidst skjult", Danmarks Radio

¹⁰¹ Fastrup, Niels m.fl.: "OW Bunker-dokument afslører: Risikable spekulationer blev bevidst skjult", Danmarks Radio

¹⁰² Skouboe, Jakob: "OW Bunker – Insidernes fortælling om det dramatiske kollaps" (2015) s. 90.

Kenneth Rosenmeyer valgte som tidligere skrevet at opsigte sin stilling i forbindelse med børsnoteringen. Han siger videre, at både han og resten af Risk Management afdelingen var betænkelige ved børsnoteringen, fordi afdelingens funktion ikke blev formidlet klart overfor markedet. Herudover havde de også betænkeligheder ved de efterfølgende strammere informationskrav som følge af en børsnotering. Han udtaler:

Jeg var bekymret for børsnoteringen. Den vil betyde, at vi vil blive presset til fejl. I det gamle system kunne jeg lave fejl i maj, men så ville jeg have haft til december til at rette det op. Nu vil det være synligt med det samme, kvartalsvis.

Denne udtalelse giver altså et klart indtryk af, at Risk Management afdelingen var klar over, at der var et behov for at fortælle markedet, hvordan deres afdeling fungerede i praksis. Han siger videre til dette, at ingen reelt måtte vide, hvad han lavede. Det hed Risk Management, men ingen vidste hvad det var. Det burde vække undren, hvorfor man kan lave så mange penge på noget, der burde ende i et nulresultat, udtaler Kenneth Rosenmeyer selv¹⁰³.

Disse dokumenter, Project Oak, indeholdte angiveligt et udkast til det endelige børsprospekt, fra den 13. december 2013. I dette dokument er datterselskabet DOT angiveligt omtalt, mens informationerne vedrørende datterselskaber i det færdige og udsendte prospekt er udeladt¹⁰⁴. Dette er med til at skabe et billede af, at OW Bunker fungerede som et lavrisiko selskab. Denne beskrivelse af OW Bunker som et lavrisiko selskab virker til at have haft en positiv indflydelse på den markedsværdi som OW Bunker i sidste ende blev vurderet til. Ifølge kurator Søren Halling-Overgaard, blev der budt 2,3 mia. kr. da selskabet i foråret 2012 forsøgte at sælge selskabet til flere forskellige industrielle købere. Disse tilbud afviste kapitalfonden Altor. Børsintroduktionen resulterede i en markedsværdi på 5,3 mia. kr., hvor Altor solgte 65 % af aktierne i selskabet. Dermed anklages OW Bunker på baggrund af Project Oak dokumenterne at hæve markedsværdien uden et forretningsmæssigt grundlag for dette. Dette er sket ved, at de har udeladt informationer omkring risikobetonede elementer fra prospektet med både ledelsens, Carnegies og Morgan Stanleys viden. Alt i alt betyder det, at der er sæt tvivl om, hvorvidt de prospektansvarlige i forbindelse med disse interne dokumenter om Project Oak, har haft kendskab til både datterselskabet DOT og Risk

¹⁰³ Skouboe, Jakob: "OW Bunker – Insidernes fortælling om det dramatiske kollaps" (2015) s. 98

¹⁰⁴ Fastrup, Niels m.fl.: "Project Oak – Milliardbedraget bag OW Bunkers konkurs", Danmarks Radio

Management afdelingens, iboende risici. Derfor er der tvivl omkring, hvorvidt de har haft kendskab til disse oplysninger og dermed handlet med fortsæt, eller som minimum uagtsomt ved at undlade disse relevante oplysninger i det endelige prospekt. Udeladelsen menes at være sket med henblik på at fremstille selskabet som et lavrisiko selskab, selvom det langt fra er sandheden, for på den måde at øge OW Bunkers værdi.

3.9 Opsamling

I sagen om OW Bunker er der overordnet to ting, som bliver påpeget som meget kritiske for konkursen. Der var tale om store tab på oliespekulation (Risk Management) og tab på et tilgodehavende i datterselskabet Dynamic Oil Trading (DOT) i Singapore, som havde givet stor kredit til et enkelt selskab ved navn Tankoil. Det betød, at på bare få måneder mistede OW Bunker omkring 1,6 mia. kr. Et tab der endte med at få fatale konsekvenser for virksomheden, da bankerne ikke ville dække dette tab, hvorfor det endte med en konkurs. Det var et tab på 150 mio. dollar på Risk Management delen, samt et tab på 125 mio. dollar på en debitor i datterselskabet DOT i Singapore.

Efterfølgende har Bagmandspolitiet rejst tiltale mod Lars Møller, som var direktør i datterselskabet DOT. Tiltalen er for mandatsvig af særlig grov beskaffenhed. Herudover har konkursboet gennem flere sager stævnet den tidligere ledelse, Altor og Deloitte for 2,2 mia. kr. Herudover har en række institutionelle investorer med blandt andet ATP og PFA stævnet OW Bunkers konkursbo, Altor, investeringsbankerne Carnegie og Morgan Stanley, den tidligere bestyrelse og den tidligere ledelse for 769 mio. kr. med påstand om at børsprospektet var mangelfuldt, fejlbehæftet og misvisende. De mener altså, at prospektet er i strid med Værdipapirhandelsloven § 23 stk. 3. Herudover har også 2400 private aktionærer stævnet Altor og OW Bunkers tidligere ledelse for 321 mio. kr.

4 Ansvar

I det kommende afsnit vil fokus være på de parter, der bærer ansvaret for prospektet, eller dele af prospektet. Der vil være fokus på de tidligere nævnte kritikpunkter i ovenstående afsnit. Vi vil tage udgangspunkt i sagens faktiske omstændigheder og sammenholde det med den tidligere gennemgået teori omhandlende prospektansvar. Foreningen OW Bunkerinvestor varslede i en pressemeddelelse den 11. juni 2015 et erstatningskrav mod en stribe personer og selskaber som var involverede i børsnoteringen af OW Bunker. Aktionærerne kan kræve erstatning fra både selskabets direktion og bestyrelse, kapitalfonden Altor samt Carnegie og Morgan Stanley konkluderer et juridisk resposum. Morten Schwartz Nielsen, formand for Foreningen OW Bunkerinvestor udtaler:

Vores advokater har redegjort ganske grundigt for, at der er noget at komme efter, det handler dels om det totalt misvisende prospekt – aktiernes varedeklaration om man vil. Dels at ledelsen styrede virksomheden hasarderet og uansvarlige i tiden efter børsnoteringen¹⁰⁵.

Advokaterne, der har undersøgt sagen for foreningen, er Advokaterne Németh & Sigetty. Ifølge advokaterne er prospektet misvisende, fordi det ikke fremgår, at selskabet spekulerede så voldsomt i olieprisens udvikling og samtidig fordi prospektet i detaljer redegjorde for en kreditpolitik som OW Bunker ikke efterlevede i praksis eller i hvert fald ikke kontrollerede i tilstrækkeligt omfang. Advokaterne mener yderligere, at det var direktionens ansvar med den manglende risikostyring både i forhold til kreditterne givet til en kunde i Singapore og risikostyringen i forhold til olieprisudsving. Herudover mener de, at bestyrelsen er ansvarlige for manglende tilsyn af driften i virksomheden¹⁰⁶.

4.1 Ledelsen

Ansvarsfordelingen i sagen fastlægges efter ansvarspåtegningen i prospektet og efter aftale med emittentselskabets ledelse. Det er emittentselskabets ansvar at fordele og afgrænse de medvirkende rådgiveres arbejdsopgaver, hvorfor det er OW Bunkers ledelse, der har det overordnede ansvar for prospektets indhold¹⁰⁷. Rådgivere står derfor kun til ansvar for den del af

¹⁰⁵ Dansk Aktionærforening: "OW Bunker-aktionærer varsler erstatningskrav", Shareholders.dk.

¹⁰⁶ Dansk Aktionærforening: "OW Bunker-aktionærer varsler erstatningskrav", Shareholders.dk.

¹⁰⁷ Selskabsloven §111

prospektet, de har været med til at udarbejde. Det vil sige, at de står til ansvar for mangelfuldt arbejde i forbindelse med deres arbejdsopgaver og i forbindelse med deres erklæringer i prospektet. I ansvarserklæringen for prospektet skriver OW Bunkers ledelse følgende om deres ansvar for fejl og mangler i børsprospektet:

Vi erklærer herved, at vi som de ansvarlige for dette prospekt på vegne af selskabet, har gjort vores bedste for at sikre, at oplysningerne i prospektet efter vores bedste overbevisning er i overensstemmelse med fakta, og at der ikke er udeladt oplysninger, som kan påvirke dets indhold¹⁰⁸.

Denne formulering i ansvarserklæringen er en standardformulering. Det betyder, at den ikke udtrykker en garanti og derfor kan det objektive ansvar ikke gøre sig gældende. Det betyder, at for at der kan være tale om ansvar, skal der kunne påvises culpa, jf. afsnit 2,3.2. Som det står i afsnit 2.3.4, skal ansvarsnormen for ledelsen i emittentselskabets ledelse, bestyrelse og direktion vurderes efter en culpastandard. Herudover kan der være individuelle undskyldningsgrunde, som kan have en diskulperende virkning, ligesom individuelle sagkundskaber kan skærpe ansvarsnormen.

Som tidligere skrevet bestod den daglige ledelse af Direktør Jim Pedersen, samt CFO Morten Skou. Udover den daglige ledelse må det formodes at Jane Dahl Christensen og Götz Dieter Lehsten som var nøglemedarbejdere i OW Bunker, at de har eller burde have haft den største indsigt i selskabets afdelinger samt den daglige drift. Dog er nøglemedarbejderne ikke angivet som ansvarlige for prospektet, hvis man kigger på ansvarspåtegningen.

Herudover er der Søren Johannesen, som er næstformand i bestyrelsen. Da han er næstformand og har siddet i bestyrelsen siden 2013 må man formode, at han har medvirket aktivt til udarbejdelsen af prospektet eller i hvert fald haft kendskab til informationerne som prospektet er baseret på. Han er ikke angivet som uafhængig i prospektet, i overensstemmelse med anbefalingerne for god selskabsledelse. Søren Johannesens sagkundskab som advokat og viden omkring OW Bunker samtidig med hans sammenfaldende interesse med hovedaktionæren vil med stor sandsynlighed være med til at give Søren Johannesen en skærpet ansvarsnorm. Jakob Brogaard er angivet som uafhængig part i prospektet. Han har ligeledes siddet i bestyrelsen siden 2013, og må derfor også

¹⁰⁸ Prospekt – OW Bunker A/S s. (vi)

formodes at have medvirket til udarbejdelsen af prospektet. Hans baggrund som blandt andet bestyrelsesformand i finansiel stabilitet, samt Finanstilsynet er med til, at han også kan få en skærpelse i ansvarsvurderingen, da han formodes at have sagkundskaber. Dette sker selvom han ikke har sammenfaldende interesser med hovedaktionæren. Petter Samlin er et andet bestyrelsesmedlem, som muligvis kan få en skærpet ansvarsvurdering. Han sad også i bestyrelsen fra 2013 og vi må derfor formode, at han deltog i udarbejdelsen af prospektet. Samtidig havde han en funktion som direktør for Altor Equity Partners AB. Hans sagkundskab vedrørende OW Bunker samtidig med hans sammenfaldende interesse med hovedaktionæren kan medvirke til, at han dermed også får en skærpet ansvarsvurdering.

Udover disse tre medlemmer, som med stor sandsynlighed vil blive vurderet efter en skærpet ansvarsnorm sad der yderligere tre medlemmer i bestyrelsen. Kurt Larsen indtrådte i bestyrelsen i februar 2014, men havde tidligere været i bestyrelsen i Wrist, inden OW Bunker sælges fra. Derfor er hans viden omkring selskabets faktiske forretninger tvivlsomme. Herudover er der Niels Henrik Jensen, som bestyrelsesformand samt Tom Behrens-Sørensen, som også blev valgt til bestyrelsen i februar 2014. De er angivet som uafhængige i prospektet. Alle tre medlemmer har alle skrevet under på prospektet den 18. marts 2014 og de har dermed haft mulighed for at undersøge prospektets indhold inden de skrev under. Dog har de formodentlig ikke indgået i udarbejdelsen af prospektet, da prospektet allerede den 6. januar 2014 blev sendt til godkendelse ved Finanstilsynet. Derfor har som minimum Niels Henrik Jensen og Tom Behrens-Sørensen kun haft kort tid til at have en viden om prospektets forkerte angivelser, og mangler. Dog har de skrevet under på prospektet og er dermed ansvarlige for prospektets indhold, men grundet ansvarserklæringen hæftes der ikke på objektivet grundlag. Dermed afhænger det af ledelsesmedlemmernes faktiske viden, og derfor en individuel vurdering.

Ledelsen i OW Bunker underskrev få dage inden børsnoteringen regnskabet i Dynamic Oil Trading, hvor det i deres regnskab fremgår, at kreditten Tankoil gav 39 mio. kr. i renteindtægter. Derfor burde ledelsen og de prospektansvarlige have haft kendskab til datterselskabets kreditgivning. Herudover burde det have vakt opsig, at selskabet hentede store summer på renteindtægter, hvis bestyrelsen ikke havde godkendt så store kreditter. Kreditten til Tankoil var i januar 2014 på 52,9 mio. dollar og brød altså grænsen på 10 mio. dollar, der var beskrevet i prospektet med over 500 %. Dog er der som tidligere nævnt et udkast til prospektet, hvori DOT skulle være beskrevet, og dermed

må man formode, at ledelsesmedlemmerne har været bevidste om datterselskabet og nødvendigheden af at beskrive DOT. Samtidig skulle de to emissionsbanker have påpeget overfor ledelsen, at datterselskabet DOT skulle beskrives nærmere i prospektet. Derfor kan det fastlægges, at ledelsesmedlemmerne, eller i hvert fald nogle af dem, har haft kendskab til DOT og at de burde være beskrevet i prospektet, da de havde en anden risikoprofil end den øvrige del af koncernen.

En anden ting, som kan være med til at stille spørgsmålstejn ved bestyrelsens uvidenhed set i forhold til børsprospektet, er det mislykkede forsøg på at sælge virksomheden til industrielle købere i 2012. Herudover er der interne regnskaber og mailkorrespondance mellem ledelsen og Altor. Nogle af dokumenterne mellem ledelsen og Altor skulle som tidligere nævnt indeholde information vedrørende selskabets indtjening, og hvor stor en del heraf der stammede fra spekulation i olieprisen. Tidligere ansat Kenneth Rosenmeyer har udtalt, at der i regnskabet var budgetteret med hans oliespekulation. Herudover udtaler Morten Borgen, at han fik til opgave at systematisere redskaberne, de benyttede i forbindelse med spekulationen, så også de almindelige tradere kunne benytte sig af dem. Disse oplysninger tegner et billede af, at spekulationen foregik på systematisk vis, hvilket gør, at det må have fundet sted med ledelsens viden og ikke mindst godkendelse. Som tidligere skrevet er det bekræftet af mailkorrespondance mellem Altor og selskabets ledelse, hvor de skriver om muligheden for at sløre indtjeningen fra spekulation som "cargo". Den daglige ledelse, samt bestyrelsesmedlemmerne burde med udgangspunkt i ovenstående vide, at risikostyringen i virksomheden langt fra foregik på samme måde som den var beskrevet i prospektet. De medlemmer i selskabets ledelse, som var med til at forsøge at sælge OW Bunker i 2012 i den industrielle salgsproces burde have viden om risikostyringen, DOT samt indblik i selskabets reelle værdi.

4.2 Emissionsbankerne

Som tidligere skrevet skal emissionsbankernes ageren og handlinger vurderes efter professionsansvarsnormen. For denne ansvarsform gør det sig gældende, at der kan være skærpende ansvarsnorm såfremt, der er personsammenfald i ejerkredsen eller ejerandele. Samtidig kan det være skærpende ansvarsnorm afhængig af, hvor stor en del af noteringen emissionsbankerne er. Carnegie og Morgan Stanley havde til opgave at forestå, koordinere og gennemføre børsintroduktionen af OW Bunker¹⁰⁹. De har altså deltaget i både

¹⁰⁹ Pedersen, Thomas Christian og Windberg, Christian Morsø: "Prospektansvaret i dansk ret" (2016) s. 135.

udarbejdelsesprocessen og gennemførelsen af børsnoteringen, hvilket kan være med til at give en skærpelse af professionsansvarsnormen. Udover disse forhold er der personsammenfald mellem Altor og Carnegies Bestyrelse. To personer, henholdsvis Harald Mix og Fredrik Strömholm er director i Carnegie Holding AB og partner i Altor Equity Partners AB. I prospektet fremgår det, at Altor Fund III GP Limited Jersey har indirekte kontrol over Carnegie. Carnegie Holding AB ejer Carnegie Investment Bank AB, hvor igennem samarbejdet med OW Bunker var foretaget. Altor Fund II ejer 100 pct. Af OW Lux S.À.R.L samt Altor Fund III ejer 68 pct. Af aktierne i Carnegie Holding AB. Herudover er Harald Mix key executive i både Altor Fond II og III. Fredrik Strömholm er key executive i Altor Fond III. Dermed er der personsammenfald samt sammenfaldende interesser på sælger og rådgiversiden, da de indirekte er at finde i ledelsesorganer af moderselskaberne til både Carnegie samt OW Lux. OW Lux var det selskab, som havde kontrollerende indflydelse i OW Bunker. Altor har en selskabsstruktur, der gør det umuligt at se ejerforholdene for selskaberne på Jersey, men da der er personsammenfald, kan ansvarsnormen skærpes yderligere for Carnegie i og med de kan have egeninteresse i OW Bunker, da de har samme ejerkreds.

Carnegie har igennem bestyrelsesposterne i andre selskaber, som er Altor kontrollerede altså haft et muligt kendskab til det mislykkede salg af virksomheden i 2012. Søren Johansen var næstformand i OW Bunker og partner i Equity Partners AB, og den vej kan Carnegie gennem ejerskabsforbindelsen til Altor muligvis have modtaget information om det mislykkede salg. Dog står der i prospektet følgende:

Visse Emissionsbanker og deres respektive tilknyttede virksomheder har fra tid til anden været involveret i og kan i fremtiden involvere sig i forretningsbankvirksomhed, investeringsbankvirksomhed og finansielle rådgivningstransaktioner og ydelser som en del af deres aktiviteter med selskabet eller storaktionæren eller enhver af selskabets eller disses respektive nærtstående parter. For visse af disse transaktioner og ydelser gælder det, at deling af information generelt er underlagt restriktioner af hensyn til fortrolighed, interne procedurer eller gældende regler og forskrifter¹¹⁰.

¹¹⁰ Prospekt – OW Bunker A/S s. 21

Disse restriktioner er svære at vurdere præcis, hvordan de er blevet fulgt og håndhævet, men vil i retssagen muligvis blive genstand for diskussion. Hvis dokumenterne vedrørende Projekt Oak kan tages til følge, vil både Carnegie og Morgan Stanley med stor sikkerhed have kendskab til OW Bunkers oliespekulation samt datterselskabet DOT. I Project Oak dokumenterne er der efter sigende en opfordring fra de to emissionsbanker om nødvendigheden af at beskrive både oliespekulationen samt datterselskabet nærmere. Derfor har bankerne haft et kendskab til disse oplysninger og været bekendt med, at oplysningerne er væsentlige for, at prospektet ville give det retvisende billede af virksomheden.

4.3 OW LUX S.Á.R.L. – Altor Fund II

Altor er ingen steder angivet som ansvarlige for det udarbejdede prospekt, og er ikke gennem nogle af datterselskaberne ansvarlige for prospektet. Dog er det ikke afgørende, hvis det kan bevises, at Altor har medvirket i fremstillingen af prospektet. Dette sker som følge af de danske erstatningsretlige regler, hvor det er tilstrækkeligt at påvise, at eventuelle handlinger eller undladelser af Altor har påført OW Bunker investorerne økonomisk skade. Det betyder altså, at hvis Altor enten direkte eller indirekte har medvirket til fejl eller mangler i prospektet, vil de kunne blive erstatningspligtige. Først og fremmest er det interessant at kigge på OW LUX', som var hovedaktionær i OW Bunker, indflydelse på de dispositioner, der blev foretaget i forbindelse med børsnoteringen. Altor havde gennem 7 år ejet OW Bunker gennem forskellige selskabskonstruktioner. De havde hævet værdien i de 7 år fra ca. 1 mia. kr. til 5,3 mia. kr. i OW Bunker. Ejertiden samt kendskabet til selskabet gør, at man må formode, at Altor var bekendt med, hvordan OW Bunker drev selskab, herunder selskabets risikostyring og forretningsmodel.

Samtidig tiltrådte Søren Johansen som administrerende direktør i Altor Equity Partners A/S og partner i Altor Equity Partners AB, efter han gennem 4 år havde fungeret som juridisk rådgiver for OW Bunker. Han var samtidig næstformand i OW Bunker, og dette er med til at styrke formodningen om, at Altor kendte til de ting der foregik i OW Bunker. Samtidig var Altor med ved den industrielle salgsproces, som ikke lykkedes og det belaster derfor Altor, at risikostyringen ikke nævnes i børsprospektet, da netop risikostyringen jo var en af de ting, der gjorde, at det industrielle salg ikke lykkedes i 2012. Samtidig er der mail korrespondance mellem OW Bunker ledelsen og Altor, der tyder på, at Altor både har deltaget i udarbejdelsen af prospektet og samtidig indgået i en dialog om, hvorvidt de kunne undgå at beskrive selskabets risikostyring og oliespekulation i prospektet.

Herudover er der også sammenfaldet i ledelses- og ejerkredsen mellem Altor og Carnegie som gør, at Altor gennem bestyrelsesposter i interesseforbundne selskaber med stor sandsynlighed vidste, hvad der foregik. Som nævnt i afsnit 2.3.4 skal en aktionær handle groft uagtsomt for at ifalde ansvar. I modsætning skal ledelse og revisorer blot handle uagtsomt.

Dog kan det være problematisk at rette krav mod Altor grundet selskabskonstruktionen. Først skal det overvejes, om OW Lux S.Á.R.L kan drages ansvarlige enten som ansvarlige for prospektet eller medvirkende til tab hos tredjemand. Problemet opstår dog i, at såfremt OW Lux kan holdes ansvarlige, vides det ikke om provenuet fra børsnoteringen allerede er videreudloddet op til Altor Fund II, hvorfor man kan være i tvivl om, hvorvidt der overhovedet er nogle penge at hente. Hvis provenuet fra børsnoteringen først er udloddet til Altor Fund II, kan der være yderligere betænkeligheder grundet Altor Fund II's placering på Jersey. Jersey er kendt som kreditorly, da lovgivningen ikke giver adgang til regnskabsinformationer om selskaber og fonde med hjemsted i Jersey. Dermed er det umuligt at finde ud af, hvor provenuet er endt, og hvor mange led der er i selskabskonstruktionen. Det kan siges med sikkerhed, at Altor Equity Partners AB er de ultimative ejere, men hvor mange mellemlid og selskaber, der er mellem Altor Fund II og Altor Equity Partners AB vides ikke. For hvert led at provenuet udloddes op i selskabskonstruktionen, bliver det sværere og sværere at gøre et erstatningspligtigt krav gældende.

5 Konklusion

I konklusionens første afsnit vil følgende del af problemformuleringen blive besvaret: *hvordan behandles prospektansvaret i dansk ret?*

Som en følge af den internationalisering kapitalmarkederne og handel med værdipapirer har gennemgået, er en stor del af den regulering, der er indenfor prospektområdet, reguleret fra EU. Dog er prospektansvaret ikke harmoniseret på EU-niveau, hvorfor det er de enkelte landes nationale ret, der anvendes i forbindelse med prospektansvaret. I nogle lande findes der en børserstatningslov, der er gældende for området. Dette er dog ikke tilfældet i Danmark, hvorfor det er dansk rets almindelige erstatningsretlige betingelser, der skal opfyldes før der kan forelægge erstatningsansvar. Det betyder, at der skal forelægge culpa, retsstridighed, tab samt årsagssammenhæng og adækvans. Culpavurderingen skal foretages på baggrund af den praksis, der findes på tidspunktet for den handling eller udeladelse, der fører til tabet. Yderligere anvendes en væsentlighedsstandard eller helhedsbetragtning. Dette betyder, at det er en forudsætning for prospektansvar, at der skal være tale om forhold, der set i lyset af prospektets øvrige oplysninger – efter en samlet vurdering har væsentlig betydning for investorernes bedømmelse af selskabet. Der er forskel på ansvarsbedømmelsen af professionelle aktører som eksempelvis revisorer og advokater, der er underlagt en skærpet culpabedømmelse. Ledelsen bedømmes efter et almindeligt culpaansvar, hvilket blandt andet betyder, at individuelle undskyldningsgrunde kan være diskulperende. Prospektansvaret kan tilsidesættes i tilfælde, hvor investorer må have udvist accept af risiko, hvis eksempelvis at selskabet i en lang periode har vist dårlige økonomiske resultater. Dog kan de prospektansvarlige ikke fraskrive sig et hvert ansvar ved blot at nævne en række generelle risikofaktorer. Der er en tidsmæssig begrænsning for, hvor længe fejl og mangler i et prospekt kan lægge til grund for investorernes bedømmelse af et selskab. Denne begrænsning kan eksempelvis ske ved, at selskabet udsender senere selskabsmeddelelser eller årsrapporter. Der er forskellige aktører, der kan blive erstatningsansvarlige og da det er de almindelige erstatningsretlige regler, der gælder, er bestemmelserne i selskabslovens §§ 361-363 også relevante i forhold til prospektansvaret. Disse bestemmelser er en nedskrivning af de culparegler, der gælder for ledelsen, revisorer og kapitalejere. For kapitalejere er udgangspunktet i dansk ret, at ansvaret er indkapslet i selskabet, da aktionæren i følge selskabsloven § 1 stk. 2 ikke hæfter personligt for selskabets

forpligtelser, dog er undtagelsen, at en aktionær ifølge selskabslovens § 362 kan ifalde ansvar ved en forsættelig eller groft uagtsom handling.

I konklusionens næste afsnit besvares anden del af problemformulering: *Hvordan er aktionærernes mulighed for at kræve erstatning fra de prospektansvarlige, for det tab som de led som følge af investering i aktier ved OW Bunkers børsintroduktion?*

Vores samlede vurdering er, at både ledelsen i OW Bunker, emissionsbankerne og Altor kan holdes prospektansvarlige, da investorernes bedømmelse af selskabet er sket på en uoplyst baggrund. Prospektet indeholdte forkerte og mangelfulde oplysninger omkring både Risk Management og datterselskabet, DOTs, forretningsmodel, der efter en samlet vurdering har væsentlig betydning for investorernes bedømmelse af selskabet. Det vurderes, at de prospektansvarlige burde kende til betydningen af disse oplysninger, da de tilsyneladende havde været vigtige for potentielle købere, da OW Bunker var forsøgt solgt til industrielle købere. De forskellige fejl og mangler gør, at prospektet fremstår med væsentlige mangler. Derfor kan de efter den dagældende værdipapirhandelslov § 23 stk. 3 blive dømt for at prospektet ikke indeholder de oplysninger, der anses for fornødne for, at investorerne kan danne sig et velbegrunderet skøn over udstederens aktiver og passiver, finansielle stilling, resultater og fremtidsudsigter. En mulighed for investorerne er at forsøge at føre en retssag således, der bliver omvendt bevisbyrde. Det kan gøres, hvis investorerne kan bevise tilstrækkelig culpa til at opstille et lempeligt beviskrav for kausalitet. Oplysningerne vedrørende datterselskabet DOT samt risikostyringen i OW Bunker alene er muligvis ikke nok til at få omvendt bevisbyrden. Ifølge retspraksis på området stilles der forholdsvis strenge krav til at bevise en culpøs handling, hvor det kun én gang tidligere er lykkedes at få omvendt bevisbyrden i sager om prospektansvar. En af de vigtigste ting for investorerne er at kunne løfte bevisbyrden for kausalitet. En anden vigtig faktor i retssagen bliver, hvorvidt dokumenterne fra Project Oak sagen kan blive brugt som bevismateriale. Grunden til dette er, at dokumenterne indeholder oplysninger, som indikerer, at de prospektansvarlige med forsæt har udeladt kursrelevant information for investorerne, og at det er gjort med stor bevidsthed. Dermed må det konkluderes, at der samlet set er grundlag for, at de ansvarlige for prospektet er erstatningsansvarlige som følge af det tab investorerne har lidt ved at investere i OW Bunker, som følge af oplysningerne i børsprospektet. Jf. Værdipapirhandelslovens § 23 stk. 3 vurderes prospektet ikke at indeholde de relevante oplysninger for investorerne. Dog skal investorerne som skrevet i kapitel 4 om ansvar være opmærksomme på,

hvem de retter erstatningssag imod, som følge af den selskabskonstruktion som Altor indgår i. Investorerne skal dog være opmærksom på, at der kan være en tidsmæssig begrænsning for, hvor længe manglende eller forkerte oplysninger kan gøres gældende. Eksempelvis kan selskabsmeddeler omkring nedjusteringer af forventninger være med til at definere den periode, hvor mangler og fejl i prospektet kan gøres gældende.

6 Perspektivering

En anden sag, der omhandler manglende oplysninger i et prospekt, er sagen om Amagerbanken, hvor Foreningen Amagerinvestor, har rejst krav mod Finanstilsynet og Finansiell Stabilitet. Finansiell Stabilitet var yderst involveret i banken og havde stillet en garanti på 13 mia. kr., hvilket var sket efter nøje undersøgelser af banken. Resultatet af disse undersøgelser mener Nils Mengel, der er formand for dansk aktionær forening og Foreningen Amagerinvestor, godt man kunne have taget med i prospektet.

Nils Mengel henviser til et notat fra Finansiell Stabilitet, fra før emissionen i 2010, hvor Finansiell Stabilitet vurderede nedskrivningsbehovet i Amagerbanken til 2,5 mia. kr., hvilket var væsentlig højere end den aktieemission på 800 mio. kr., der blev gennemført et halvt år senere.

Det er usædvanligt, at private investorer sagsøger flere statslige institutioner for mangler i et prospekt. Ifølge erhvervsjournalist Thomas G. Svaneborg, der har fulgt det retlige efterspil i Amagerbanken tæt indeholdte prospektet dog flere advarselsslamper.

En ting er, at de her tal fra Finanstilsynet og Finansiell Stabilitet ikke kom frem. Men hvis man nærlæste prospektet, var der mange andre advarsler blandt andet fra revisionsfirmaet Deloitte, hvor det blev udtrykt, at det var meget usikkert, om banken kunne overleve en lavkonjunktur, siger Thomas G. Svaneborg.¹¹¹

Denne situation, hvor der er nogle oplysninger, der måske burde have været med i prospektet, men hvor prospektet samtidig indeholder advarsler om, at der er tale om et selskab i økonomiske vanskeligheder leder tankerne hen på Hafnia-dommen, der er omtalt i afsnit 2.3.2.

Finansiell Stabilitet havde i samme sag rejst krav mod den tidligere ledelse i Amagerbanken for en særdeles aggressiv udlånspolitik. Her blev ledelsen frifundet, som det også skete i andre sager om ledelsesansvar i forbindelse med de mange banker, der gik konkurs som følge af finanskrisen. Principperne i dommene omkring ledelsesansvar hos ledelsen i de mange krakkede banker er, at ledelsen ikke er ansvarlige for tabsgivende fejlskøn, så længe ledelsen agerer som en fornuftig

¹¹¹ Sommer, Mathias: "Ny sag om Amagerbanken for retten: Meget usædvanligt", Danmarks Radio

ledelsesperson ville gøre i den konkrete sag.¹¹² Disse sager kan perspektiveres til den culpabedømmelse af ledelsen, der er gennemgået i afsnit 2.3.4., for hvordan de erstatningsretlige principper bedømmes i praksis.

I forlængelse af afsnittet om ansvar, hvori selskabskonstruktionen i Altor er nævnt, vil vi skrive lidt mere om selskabskonstruktionen i vores perspektivering. OW Lux S.Á.R.L ejede OW Bunker A/S. OW Lux havde hjemsted i Luxembourg, og er ejet af Altor Fund II. Altor Fund II er placeret på Jersey, som er kendt som et sted med skattely grundet lovgivningen på Jersey. Herudover vides det ikke om der er flere led i selskabskonstruktionen, og derfor vides det ikke hvor mange led, der er mellem de ultimative ejere som er Altor Equity Partner AB også Altor Fund II. Kort før børsnoteringen havde ejerne trukket 557 mio. kr. ud fra OW Lux til Altor Fund II på Jersey. Først havde ejerne trukket det store beløb ud af det daværende moderselskab OW Bunker A/S, og videreført dem til moderselskabet i Luxembourg. Dog er moderselskabet i Luxembourg reelt set et skuffeselskab, som kun var oprettet for, at en del af pengene kunne føres videre til Altor Fund II på Jersey. Hvis moderselskabet i Luxembourg var reelt, kunne skattemanøvren være helt regelmæssig, da Danmark har en dobbeltbeskatningsaftale med Luxembourg. SKAT mener dog, at Luxembourg blot er blevet brugt som gennemstrømningsland.

I en korrespondance mellem ledelsen i Altor, ledelsen i OW Bunker samt selskabernes revisorer, er der detaljerede beskrivelser af, hvordan Altor og OW Bunker kan undgå at betale skat af overskuddet, der er tjent i Danmark. Christian Amby, skatterevisor og medlem af skatterådet mener SKAT har en god sag. Han udtaler om sagen med sløringen af udbyttebetalingen blandt andet:

Det er helt tydeligt, at man laver disse lidt omstændelige selskabskonstruktioner med flere danske selskaber, en fusion og flere selskaber i Luxembourg for, at man ikke skal se, hvad der sker¹¹³.

Dermed mener han, samt SKAT at selskabskonstruktionerne som Altor har benyttet sig af som minimum kan karakteriseres som aggressiv skattetænkning. Christian Amby mener samtidig, at grunden til, at denne finte overhovedet er opdaget, er grundet OW Bunkers konkurs. Dette har gjort,

¹¹² Horten: "Hvem har ansvaret når banken krakker"

¹¹³ Svaneborg, Thomas Græsbøll: "Skat: Kapitalfonden bag OW Bunker misbrugte skattelovgivningen", Danmarks Radio

at kuratorerne har fået adgang til nogle oplysninger, som de med stor sandsynlighed aldrig var kommet i besiddelse af såfremt OW Bunker ikke var gået konkurs.

7 Litteraturliste

7.1 Bøger:

Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul: "Børsretten" (2014)

Christensen, Jan Schans: "Kapitalselskaber" (2014)

Eyben, Bo Von og Isager, Helle: "Lærebog i erstatningsret" (2015)

Pedersen, Thomas Christian og Windberg, Christian Morsø: "Prospektansvaret i dansk ret" (2016)

Schaumburg-Müller, Peer og Werlauff, Erik: "Børs- og kapitalmarkedsret" (2012)

Schmidt, Mikael Philip: "Prospekretten" (2016)

Skouboe, Jakob: "OW Bunker – Insidernes fortælling om det dramatiske kollaps" (2015)

Werlauff, Erik: "Erstatningsansvar i selskabsforhold – ledelse, ejere og revisor" (2016)

7.2 Tidsskriftartikler:

Schaumburg-Müller, Peer og Werlauff, Erik: "Efter Hafnia – status over prospekt-og emissionsansvaret i dansk ret, U.2002B.437" (2002)

Schaumburg-Müller, Peer og Werlauff, Erik: "Efter Trelleborg – om emittentselskabets eget prospektansvar, U.2013B.198" (2013)

7.3 Artikler

Christensen, Johan: "Tiltalt OW Bunker-chef skød på afdød topchef", Børsen

Christensen, Johan: "OW Bunkers chef for oliespekulation: Man tyssede spekulationen ned før børsnotering", Børsen

Erhardtson, Birgitte m.fl. "Singapore-chef i nyt angreb på OW Bunker topledelsen", Berlingske Business

Fastrup, Niels m.fl.: "OW Bunker-dokument afslører: Risikable spekulationer blev bevidst skjult", Danmarks Radio

Fastrup, Niels m.fl.: "Project Oak – Milliardbedraget bag OW Bunkers konkurs", Danmarks Radio

Høberg, Jesper: "Da olieprisen faldt, blev efterår til "Red October" i OW Bunker", Jyllands-Posten.

Høberg, Jesper: "Milliarder blev tabt på OW Bunkers kollaps", Jyllands-Posten.

Høberg, Jesper: "Måske skal vi fortælle ledelsen...", Jyllands-Posten

Høberg, Jesper: "Opgøret efter OW Bunker: Køen ved håndvasken er så lang, at en førsteårselev ved kassen i Netto ville blive misundelig", Jyllands-Posten

Høberg, Jesper: "OW Bunker satsede big time på rouletten og holdt det for sig selv", Jyllands-Posten.

Høberg, Jesper: "OW Bunker-chefer skjulte tilgodehavender for trecifrede millionbeløb", Jyllands posten

Larsen, Søren: "OW Bunker dokumenter afslører: Altor forsøgte at skjule oliespekulation", Danmarks Radio

Sommer, Mathias: " 3.400 aktionærer følger OW Bunker-retssag tæt: Helt afgørende for os", Danmarks Radio

Sommer, Mathias: " Ny sag om Amagerbanken for retten: Meget usædvanligt", Danmarks Radio

Svaneborg, Thomas Græsbøll: "OW Bunker-chefer afviser svindel", Danmarks Radio

Svaneborg, Thomas Græsbøll: "Skat: Kapitalfonden bag OW Bunker misbrugte skattelovgivningen", Danmarks Radio

7.4 Andet:

Dansk Aktionærforening: "OW Bunker-aktionærer varsler erstatningskrav", Shareholders.dk.

Foreningen OWbunkerinvestor, Forside - <http://owbunkerinvestor.dk/>

Horten: "Hvem har ansvaret når banken krakker"

Management Presentation for Vitol, https://www.dr.dk/NR/rdonlyres/AA094742-2280-4F19-86CC-E4D262F6B17C/6048495/OW_BUNKER_SALG.pdf

OW Bunker: "Kom med ombord", Retailbrochure, <http://docplayer.dk/1201532-Kom-med-ombord-ow-bunker-gaar-paa-boersen.html>

Prospekt – OW Bunker A/S

Werlauff, Erik, PowerPoint: "Kapitalmarkedets virksomheder, prospekt, oplysningsforpligtelser"

7.5 Domme og kendelser

HØJESTERETS DOM afsagt fredag den 18. januar 2013 Sag 141/2012,

Sø- og Handelsrettens dom af 21. december 2016 (P-18-13)" s. 69-70

U.2000.2176.H – "Commercial"

U.2000.595.H – "Hope Computer"

U.2001.398.H "Nordisk Fjer"

U.2002.2067.H "Hafnia"

U.2013.1107.H "BankTrelleborg"

UDSKRIFT AF ØSTRE LANDSRETS DOMBOG - KENDELSE - Afsagt den 9. februar 2018 af Østre Landsrets 14. afdeling (B-407-17)

7.6 Lovregister

Finanstilsynets bekendtgørelse nr. 1214. af 12 oktober 2007 om beføjelser til OMX, Den Nordiske Børs København A/S

Finanstilsynets vejledning nr. 9592/2012 og Finanstilsynets notat af 15. juli 2014 om praktisk information ved store udbud pkt. 4.

Kapitalmarkedsløven

Kommissionens forordning. 809/2004 med flere ændringsforordninger efterfølgende

Prospektbekendtgørelsen

Prospektdirektivet - Direktiv 71/2003/EF som er ændret ved 73/2010, samt direktiv 34/2001

Prospektforordningen

Selskabsloven

Værdipapirhandelsloven