

Den løbende oplysningspligt for børsnoterede selskaber

Hvornår kan en manglende overholdelse
udløse erstatningsansvar?



Af Martin Sloth-Kristensen og Alexander Holm Thomsen

AALBORG UNIVERSITET, CAND.MERC. AUD, KANDIDATSPECIALE, MAJ 2020

Vejleder: Erik Werlauff

Abstract

The purpose of this thesis is to examine the rules that apply to companies listed on stock exchanges and their ongoing information to the market. Moreover, the thesis will examine when a failure to comply with these disclosure obligations may trigger liability. Through the replacement of the Danish Securities Trading Act and the EU Market Abuse Regulation, we have seen some changes in laws and regulations in this area, which will be highlighted in the thesis. The market demands various requirements on listed companies for the publication of insider information and a neglect thereof can make the company and management liable for the potential causal losses of investors.

First and foremost, it is important to clarify what laws, directives, regulations etc. are governing the area of a company's disclosure obligations, which is what the first part of the thesis will address. The second part of the thesis will thereafter clarify the bases for Danish case law of liability and the rules behind it. Therefore, a comparative evaluation of the laws and the process of case law in this area is incredibly important as this provides guidelines on how the law is exercised by the sentencing courts. This will lead to a discussion about Danske Bank's compliance with their disclosure obligations through their money laundering scandal and the thesis hereby tries to predict the outcome of the civil lawsuits against Danske Bank. The thesis will furthermore utilize the examination and analyzation of the disclosure obligations and possible liability of listed companies from part one and two to analyze Danske Banks current situation and possible future concerning their money laundering scandal.

Thus, the thesis concludes that if a company fails to comply with their information obligations to the market, they may incur liability towards investors. There are various conditions that must be met if insider information is not to be disclosed and it is the company's responsibility that insider information is handled properly. This is not to say that other than the company itself can incur responsibility, but the thesis will focus on the company's responsibility to the market, however it will also be clear from the thesis that both the investors, auditors and other professions hereby have a responsibility themselves.

An important part of these liability cases is typically seen as the issue of causality, and the thesis also assesses in the case of Danske Bank that a future case will depend on whether investors can draw causal links between suffered losses and Danske Bank's liability.

Keywords: Danish law, liability, disclosure obligations, civil lawsuit, Danske Bank

Indholdsfortegnelse

1. Indledning	1
1.1 Problemformulering.....	3
1.2 Afgrænsning og retskilder	3
1.3 Metode	4
1.4 Struktur	4
1.4.1 Afhandlingens første del.....	4
1.4.2 Afhandlingens anden del	5
1.4.3 Afhandlingens sidste del	5
Del I: Juridisk analyse af oplysningsforpligtelsen for børsnoterede selskaber	6
2. Oplysningsforpligtelser for børsnoterede selskaber	6
2.1 EU-retten	6
2.2 Daimler vs. Getl.....	8
2.3 De grundlæggende oplysningsforpligtelser	10
2.4 Løbende oplysningsforpligtelser.....	11
2.5 Periodiske oplysningsforpligtelser	15
2.6 Offentliggørelsesmåden	15
2.7 Udsættelse af offentliggørelse	16
2.8 Overgangen fra VPHL til KAP	19
2.8.1 Opsummering	20
Del II: Juridisk analyse af børsrettens erstatningsbetingelser	21
3. International privatret	21
3.1 Rom-Konventionen	22
3.2 Skadestedsprincippet	22
3.3 Værneting	22
3.4 Danske Bank-sagens lovvalg og værneting	23
4. Erstatningsansvar for et børsnoteret selskab	24
4.1 Retsgrundlag	25
4.1.1 Betingelser for ansvar	27
4.1.2 Kausalitet.....	28
4.1.3 Tabsopgørelse	30
4.1.4 Adækvansbetingelsen.....	32
4.2 Retsstridighed.....	33

4.3 Accept af risiko	33
4.4 Professionsansvar	35
4.4.1 Hafnia.....	37
4.4.2 God skik	38
4.4.3 Overtrædelse af god skik-regler	38
4.4.4 Fordele og ulemper ved god skik-reglerne.....	40
4.5 Ledelsesansvar.....	40
4.5.1 Capinordic	42
4.5.2 Ledelsesansvarsforsikring.....	43
4.6 Realitetsgrundsætningens betydning for dansk retspraksis.....	45
4.6.1 Primære og sekundære markeder.....	48
4.7 Det civilretlige ansvar overfor sekundærmarked	49
4.7.1 Fraud on the market	50
4.8 Delkonklusion	51
Del III: Vurdering af Danske Banks information til markedet.....	52
5. Undersøgelse af Danske Bank-sagen	52
5.1 Tidslinje over Danske Bank-sagen	53
5.2 Hvidvasklovgivning	60
5.2.1 Kundelegitimationskrav	60
5.2.2 Skærpede krav ved særlige kundeforhold	62
5.2.3 Underretningspligt	63
5.2.4 Interne procedurer og politikker	64
5.2.5 Hvidvask-sanktioner.....	65
6. Ansvarsvurdering i Danske Bank-sagen	66
6.1 Offentliggørelse af kursrelevant information	66
6.2 Mærkbarhedskriteriet	67
6.3 Kausalitet.....	68
6.4 Adækvans	71
6.5 Accept af risiko og egen skyld.....	71
6.7 Ansvar.....	72
7. Konklusion.....	74
8. Litteraturliste	76
8.1 Bøger:	76
8.2 Domme og kendelser	77

8.3 Tidsskriftartikler:	78
8.4 Notater:	79
8.5 Artikler:	81
8.6 Andet:	83
8.7 Lovregister	84
Bilag 1	86
Bilag 2	89

Forkortelser

EAL	Erstatningsansvarsloven
EU	Den Europæiske Union
EØS	Det Europæiske Økonomiske Samarbejdsområde
H	Højesterets dom eller kendelse
UfR	Ugeskrift for Retsvæsen
VPHL	Værdipapirhandelsloven
KAP	Kapitalmarkedsloven
SEL	Selskabsloven
MAR	Markedsmisbrugsforordningen
MAD	Markedsmisbrugsdirektivet
AML	Anti-Money Laundering
RPL	Retsplejeloven
SØIK	Statsadvokaten for Særlig Økonomisk og International Kriminalitet

1. Indledning

En rationel investor investerer altid i værdipapirer på baggrund af en velovervejede analyse af alle informationer, som er tilgængelige for offentligheden. Denne grundige analyse foretages for at sikre, at investoren ikke vil tabe penge på et givent værdipapir, og derfor skal man også som investor kunne stole på, at man er blevet forelagt alle væsentlige oplysninger, som kan have betydning for den fremtidige kursdannelse af værdipapiret. Der gælder derfor nogle særlige regler og oplysningsforpligtelser for de selskaber, der udsteder værdipapirer, og som er optaget til handel på et reguleret marked. Disse særlige oplysningsforpligtelser er til for at skabe et ensartet og gennemsigtigt marked for værdipapirshandlere og udstedere.¹

Gennem tiden har man løbende tilrettet og strammet lovgivningen for udstedere af værdipapirer, hvilket specielt er sket efter medlemskabet i EU. Vi har senest set markedsmisbrugsdirektivet blive erstattet af markedsmisbrugsforordningen, og indenfor dansk retspraksis er værdipapirhandelsloven blevet erstattet af kapitalmarkedsloven. Disse løbende lovgivningsmæssige ændringer gennemføres for at sikre et ærligt og gennemskueligt marked. Men på trods af strammere reguleringer på området ses der stadig sager, hvor selskaber ikke har overholdt de gældende regler og forpligtelser. I 2013 havde man dom UfR 2013.1107 H om bankTrelleborg, hvor man i forbindelse med en emission åbenlyst kunne pege på, at prospektet byggede på falske oplysninger. I prospektet stod det skrevet, at man ikke havde pantsatte aktiver, men det viste sig, at man havde pantsat et depot med obligationer på næsten en halv milliard, hvilket medførte, at Højesteret historisk set statuerede prospektansvar for første gang.²

I 2020 er det så Danmarks største bank, som for alvor er i søgelyset. Danske Bank kan have ansvaret for en af de største hvidvaskskandalesager i dansk erhvervshistorie, hvilket har sendt chokbølger igennem det danske samfund og den finansielle verden. Under finanskrisen slingrede Danske Bank på kanten af den finansielle afgrund, men en større bankpakke fra den danske stat holdt hånden under Danmarks største bank. Banken var simpelthen "too big to fail", og hvis man lod banken kollapse, så ville det få betydelige problemer for den danske økonomi. Det viser sig dog, at Danske Bank efterfølgende har tilladt 10.000 mistænkelige kunder at overføre over 1.500 milliarder kroner gennem konti i Danske Banks estiske filial i perioden 2007-2015.³ Det betyder, at Danske Bank i dag står med bødeforelæg på flere milliarder kroner og internationale søgsmål fra investorer. Flere internationale pensionselskaber og aktionærer lægger an til et dansk søgsmål mod Danske Bank, da flere aktionærer og pensionselskaber har givet udtryk for, at Danske Bank igennem en længere

¹ Finanstilsynet: "Udsteder af værdipapirer" d. 18-11-2014 (opdateret: 16-09-2019)

² Pedersen, Thomas Christian og Windberg, Christian Morsø: "Prospektansvaret i dansk ret" (2016) – s. 50

³ Nue, Josephine: "Forstå sagen om hvidvask i Danske Bank" DR

periode har tilbageholdt oplysninger og informationer omkring hvidvaskskandalens alvor og omfang.⁴ Dermed er det Danske Banks manglende løbende oplysningsforpligtelse som man bliver holdt ansvarlig for, hvorimod det i bankTrelleborg-sagen var prospektmangler af væsentlig betydning.

Det kan være vanskeligt at undersøge, om nogle har lidt et tab på baggrund af manglende eller misvisende børsmeddelelser, men der kan blive pålagt erstatningsansvar, hvis ledelsen ikke har handlet i overensstemmelse med de gældende oplysningsforpligtelser, som børsnoterede selskaber er underlagt.⁵ Man så i UfR 2000.2176 H om Commercial, at selskabet blev pålagt erstatningsansvar på grund af en vildledende selskabsmeddelelse.⁶

Dette har inspireret afhandling til at undersøge, hvornår manglende overholdelse af de løbende og periodiske oplysningsforpligtelser kan udløse erstatningsansvar, både overfor det børsnoteret selskab og overfor ledelsesmedlemmerne. For at kunne foretage denne undersøgelse vil afhandlingen - med særligt henblik på en børsnoteret banks information til markedet - undersøge, hvornår man er forpligtet til at offentliggøre væsentlige forhold til markedet, og hvornår en mangelfuld informationsaflæggelse kan udløse erstatningsansvar.

⁴ /Ritzau/FINANS & Rasmus Bendtsen: *"Australiske IMF Bentham vil betale et dansk søgsmål mod Danske Bank"* Finans

⁵ Werlauff, Erik og Peer Schaumburg-Müller: *"Børs- og kapitalmarkedsret"* (2012) – s. 381

⁶ Op.cit.

1.1 Problemformulering

På baggrund af ovenstående indledning er følgende problemformulering udarbejdet:

- *Hvilke særlige regler gælder der for en børsnoteret banks løbende information til markedet, og hvornår kan en manglende overholdelse udløse erstatningsansvar?*

Afhandlingen vil på baggrund af ovenstående problemformulering inddrage Danske Bank-sagen og herigennem komme med et bud på, hvordan en fremtidig retssag vil forløbe sig, samt hvilke juridiske redskaber domstolene vil anvende vedrørende ansvarsspørgsmålet.

1.2 Afgrænsning og retskilder

Afhandlingens primære fokus vil være på kapitalmarkedets regler indenfor børsnoterede selskabers oplysningsforpligtelser, med særligt fokus på de løbende og periodiske oplysningsforpligtelser. Den gældende lov indenfor kapitalmarkedet i Danmark er: Kapitalmarkedsloven (lov 2017-06-08 nr. 650 om kapitalmarkeder – herefter KAP), som trådte i kraft den 3. januar 2018 og erstattede værdipapirhandelsloven (herefter VPHL). Afhandlingen vil igennem sine juridiske analyser behandle både gældende og tidligere lovgivning for børsnoterede selskabers oplysningsforpligtelser, samt udvikling herved og dens betydning. Der vil derfor i de to første dele være fokus på både KAP og VPHL samt både MAR og MAD, og hvilke forskelle erstatningerne har afgivet. I tredje del vil afhandlingen derimod have VPHL som sit omdrejningspunkt, da Danske Bank-sagen drejer sig om perioden 2007-2015, og børsnoterede selskaber var i denne periode forpligtet til at offentliggøre meddelelser i overensstemmelse med VPHL § 27. Desuden vil de EU retlige forordninger og direktiver samt den danske lovgivning og forskellen herimellem blive bearbejdet. Dette gøres, da dansk lov ikke må være en direkte kopi af EU's direktiver, forordninger m.m., og der kan derfor forekomme nuancer imellem dem. Forskellene vil også have en væsentlig betydning i forhold til lovgivninger som KAP og VPHL, der har relateret lov til diverse EU retlige forordninger, direktiver, standarder og bekendtgørelser. Det vil derfor være optimalt at diskutere begge, da dette vil give et fuldentt billede af lovgivningen, der benyttes i dansk retspraksis.

Danske Bank-sagen drejer sig om overtrædelse af hvidvasklovgivningen, og den skal bedømmes efter det lands regler, hvor man burde have overholdt hvidvaskreglerne. Derfor skal den estiske lovgivning på området overholdes, men denne lovgivning er i høj grad direktivstyret, hvorfor EU-retten indenfor hvidvasklovgivningen bliver centralt at undersøge. Konsekvenserne med den manglende overholdelse af den lokale lovgivning skal bedømmes der, hvor banken er børsnoteret og Danske Bank er noteret på Københavns Fondsbørs NASDAQ OMX Copenhagen. Derfor vil de danske regler, forordningsregler, domme og retslitteratur blive

belyst, med henblik på at kunne undersøge børsrettens erstatningsbetingelser. I dansk retspraksis for erstatningsansvarssager berører hverken KAP eller MAR retningslinjer for fremgangsmåden for vurderinger af sådanne sager, og den findes derfor i dansk erstatningsret. Retsgrundsætningens grundlæggende element i forhold til erstatningsansvar i dansk retspraksis vil være culpa⁷. Derfor vil det være relevant at diskutere culpas betingelser, skærper, og hvordan forskellige situationer kan ændre vurderingsgrundlaget herved, samt culpabedømmelsens betydning for Danske Banks fremtidige erstatningssag.

1.3 Metode

For at kunne belyse, hvilke særlige regler, der gælder for en børsnoteret banks oplysningsforpligtelser, samt hvordan erstatningsansvaret behandles indenfor børs- og kapitalmarkedsretten, så vil afhandlingen anvende den retsdogmatiske metode. Afhandlingen har dermed det retsdogmatiske formål at beskrive, analysere og systematisere den gældende ret, som er benyttet igennem afhandlingen.⁸ Der bliver herved ikke søgt at udarbejde en hypotese for at komme frem til endegyldige resultater, men hensigten vil derimod være at benytte sig af diverse retskilder til at understøtte argumentationer, og benytte juridiske regler til at danne et juridisk resultat af en faktisk begivenhed.

Afhandlingen vil dermed have sit afsæt i lovgivningen og principper omhandlende en børsnoteret banks oplysningspligt og efterfølgende erstatningsansvar, hvis disse regler ikke overholdes og retspraksis benyttes som understøttende argumentation. Efterfølgende benyttes både gældende ret og tidligere domme til at nå frem til et juridisk resultat vedrørende ansvarsspørgsmålet i Danske Bank-sagen. Afhandlingen bliver dermed delt op i tre dele, som vil blive beskrevet i næste afsnit.

1.4 Struktur

1.4.1 Afhandlingens første del

Første del af afhandlingen vil primært have sit fokus på de gældende oplysningsforpligtelser som børsnoterede selskaber er underlagt, og hvordan retningslinjer herved har udviklet sig igennem både retspraksis, lovændringer og EU-forordningsskifte. Denne juridiske analyse vil danne grundlaget for senere i afhandlingen at kunne vurdere, om Danske Bank ikke har overholdt sine oplysningsforpligtelser som børsnoteret selskab.

⁷ Werlauff, Erik: "Erstatningsansvar i selskabsforhold" (2016) – s. 13

⁸ Madsen, Lars Henrik Gam: "Retsdogmatisk forskning 2020" – s. 2

1.4.2 Afhandlingens anden del

I andel af afhandlingen vil der blive udarbejdet en juridisk analyse af, om børsnoterede selskaber kan ifalde sig erstatningsansvar, hvis man tilsidesætter pligten til at offentliggøre kursrelevant information til markedet. Herudover vil relevante domme blive inddraget for at afklare, hvilke forhold domstolene fremhæver ved ansvarsvurderingen af erstatningssager. Hertil afklares det også, hvilke domstole der skal føre sagerne samt hvilke lovvalg der regulerer områdets problematikker. Der vil løbende igennem afhandlingen blive inddraget relevant retspraksis for senere at kunne vurdere Danske Bank-sagens erstatningsretlige konflikter.

1.4.3 Afhandlingens sidste del

I sidste del af afhandlingen vil der på baggrund af den juridiske analyse af oplysningsforpligtelserne for børsnoterede selskaber samt børsrettens erstatningsbetingelser blive taget stilling til, om Danske Bank har levet op til de gældende oplysningsforpligtelser. For at kunne vurdere om Danske Bank har overholdt kravene, så vil der blive udarbejdet en tidlinje over alle relevante begivenheder i sagen, og den gældende hvidvasklovgivning vil blive undersøgt for at kunne vurdere, om Danske Bank åbenlyst ikke har overholdt lovgivningen. Herudover vil der på baggrund af retspraksis samt tilsvarende sager indenfor retsområdet blive fremstillet en begrundet vurdering af, hvorvidt der kan rejses et erstatningskrav mod Danske Bank, og hvilke juridiske redskaber samt domme, som domstolene vil benytte i en fremtidig retssag.

Del I: Juridisk analyse af oplysningsforpligtelsen for børsnoterede selskaber

2. Oplysningsforpligtelser for børsnoterede selskaber

Det følgende afsnit har til formål at afdække og give et overblik over kravene til børsnoterede selskabers oplysningsforpligtelser, og der vil derfor være fokus på de gældende retskilder samt retspraksis indenfor området. Hertil kommer en juridisk analyse af retsudviklingen og dens betydning for gældende retspraksis.

2.1 EU-retten

For at skabe et ensartet og gennemsigtigt marked for værdipapirhandlere og udstedere er der blevet skabt diverse forordninger og direktiver, som skal være med til at sikre dette. De EU-regler, der finder sig gældende for udstedere af værdipapirer, er blandt andet:⁹

1. **MAR** – om insiderhandel og kursmanipulation
2. **Transparens** – om gennemsigtighedskrav i forbindelse med oplysninger om udstedere, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked

Markedsmisbrugsforordningen (herefter MAR) erstattede markedsmisbrugsdirektivet jf. Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF af 28. januar 2003 om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug). Denne var gennemført i dansk ret i lov om værdipapirhandel, som blev erstattet af kapitalmarkedsloven. MAR blev først gennemført i national lovgivning ved lov nr. 632 af 8. juni 2016, hvilket var den nu forældede lov om værdipapirhandel.¹⁰ Den danske ret vil blive uddybet yderligere i efterfølgende afsnit 2.8 *Overgangen fra VPHL til KAP*.

MAR finder hermed anvendelse på finansielle instrumenter, der er optaget til handel på et reguleret marked, multilateral handelsfacilitet (MHF) eller organiseret handelsfacilitet (OHF). De centrale formål ved udførelsen af MAR er at styrke integriteten i markedet, gennemsigtigheden og selve investorbeskyttelsen på diverse finansielle markeder. Der bliver dermed igennem MAR skabt en mere ensartet og stærkere ramme for at imødekomme og bekæmpe eventuelt markedsmisbrug, som kan forekomme på finansielle markeder.

⁹ Finanstilsynet: "Udsteder af værdipapirer" d. 18-11-2014 (opdateret: 16-09-2019)

¹⁰ Finanstilsynet: "Generelt om MAR – Lovgivning" LOV nr. 632 af 08/06/2016

Markedsmisbrug vil efter MAR forstås som insiderhandel, uretmæssig videregivelse af intern viden og markedsmisbrug.¹¹

Intern viden vil være defineret i MAR art. 7 således:¹²

- Specifik viden
- Ikke offentliggjort
- Hvis det var offentliggjort, ville det kunne gøre en mærkbar ændring på kurs
- Direkte/indirekte vedrører en eller flere udstedere og/eller finansielle instrumenter

Vurderingen af, om en viden er specifik, vil afhænge af, om en person kan drage en konkret konklusion ud fra den givne viden, og dermed også en konkret konklusion for, hvordan denne viden eller begivenhed vil have en påvirkning på kursen af det finansielle instrument. Dette indebærer også, at denne viden enten er noget, som der har indtrådt og er gældende, eller noget som der med rimelighed vil indtræde, og man derfor må formode, at det sandsynligvis kommer til at være gældende. Det vil være påkrævet, at der forekommer en konkret vurdering af de enkelte begivenheder for at bedømme, om de med rimelighed ville indtræde. Der er ikke sat specifikke kriterier herved, og der ses dermed ikke en ramme, som man kan benytte for alle begivenheder. Derfor vil det være konkrete vurderinger af de individuelle begivenheder, som skal bedømme sandsynligheden for begivenhedens indtræden.¹³

Vurderingen af, hvad en specifik viden vil betyde for kursen på de finansielle instrumenter, afhænger af, hvad en fornuftig investor baserer sit beslutningsgrundlag på. Hvis den fornuftige investor vil tage en specifik viden og benytte sig af denne i sit beslutningsgrundlag for, om investoren vil foretage en investering eller ej, så vil denne viden kunne have en mærkbar ændring på kursen for det finansielle instrument.¹⁴ Om der er en reel mulighed eller rimelighed for, at en begivenhed kommer til at foreligge sig, og dens effekt på kursen og markedet, kan ikke afgøres ud fra en simpel sandsynlighedstest. Det vil altså ikke vurderes ud fra, at hvis den effekt begivenheden har er mere væsentlig, så kræver det mindre sandsynlighed for at den foreligger og omvendt. Derimod vil det være individuelle vurderinger ud fra den specifikke virksomhed og situation, der lægger til grund for den overordnede vurdering af rimeligheden. Rimeligheden for, om en given begivenhed/forhold vil indtræde i fremtiden, vil være det afgørende kriterium for, om der foreligger specifik viden i den givne situation, jf. MAR art. 7, stk. 2 og EU-Domstolens udtalelse i Daimler vs. Getl-afgørelsen (C 19/11 – udtalelse af 28. juni 2012)

¹¹ Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014 af 16. april 2014 om markedsmisbrug

¹² Op.cit.

¹³ Finanstilsynet: "Intern viden" d. 19-12-2017

¹⁴ Op.cit.

2.2 Daimler vs. Geltl

Daimler vs. Geltl sagen omhandlede den adm. direktør, Jürgen Schrempp og hans fratrædelse i det børsnoterede selskab Daimler AG. Efter en generalforsamling i foråret 2005 overvejede Jürgen Schrempp at forlade sin stilling i selskabet. Hans ansættelse var ellers aftalt at skulle fortsætte indtil 2008.¹⁵ Overvejelsen blev en realitet, da Schrempp 17. maj 2005 fortalte formanden for tilsynsrådet, at han havde tænkt sig at fratræde sin post. Herefter blev andre medlemmer af ledelsen også bekendt med Schrempps intentioner. Efter tilsynsrådet havde indkaldt til møde i slutningen af juli 2005, hvor der ikke forekom nogen form for indikation på, at Schrempp havde til henseende at fratræde sin post, så blev det herefter den 18. juli 2005 besluttet af formanden for tilsynsrådet og Schrempp selv, at fremtidige møder skulle indeholde Schrempps intentioner om fratræden.¹⁶

Den 27. juli 2005 blev det af nomineringsudvalget og dele af personalet besluttet, at mødet den efterfølgende dag skulle indeholde diskussion om Schrempps tilbagetræden fra sin post. Det blev hermed på mødet 28 juli 2005 besluttet af tilsynsrådet, at Schrempps fratræden blev godkendt, og der blev samtidig udvalgt en afløser, der kunne varetage Schrempps post efter ham. Der blev 15 minutter efter denne godkendelse udsendt oplysninger om beslutningerne herved til det tyske finanstilsyn og den tyske fondsbørs igennem en fondsbørsmeddelelse.¹⁷ Efter Daimler AG offentliggjorde denne børsmeddelelse forekom der en markant kursstigning af selskabets aktier, men mange investorer havde solgt deres aktier i selskabet kort forinden denne offentliggørelse. En af disse investorer var Markus Geltl, som efterfølgende af sit tab mente, at Daimler var erstatningsansvarlige, da deres selskabsmeddelelse om tilbagetrædelsen ikke var kommet rettidigt frem, og anlagde herved sag an mod Daimler.¹⁸

Sagen om Daimler og Geltl blev behandlet flere gange af forskellige tyske domstole, men blev til sidst afgjort i, hvad der kan sammenlignes med den danske Højesteret. Et af de centrale diskussionspunkter i Daimler-sagen, som har effekt på retspraksis i dag og måden intern viden bliver opfattet, er fortolkningen og definitionen af intern viden, samt hvornår en sådan viden skal offentliggøres.¹⁹ Dette blev dengang behandlet af markedsmisbrugsdirektivet, og man ser i dag, at MAR, som har erstattet MAD, benytter udtryk som "med rimelighed" og som noget nyt tager forbehold for, at mellemliggende trin i en længere proces af intern viden kan betragtes og defineres som specifik viden i sig selv.

¹⁵ Sag C-19/11, præmis 12, om Daimler AG

¹⁶ Op.cit. – præmis 14,

¹⁷ Op.cit. – præmis 23

¹⁸ Op.cit. – præmis 26

¹⁹ Op.cit. – præmis 31

Daimler vs. Geltri's vigtighed for dette forbehold ses i rettens præjudicielle spørgsmål til EU-domstolen, som omhandlede fortolkningen af begrebet "med rimelighed" i forhold til definitionen af specifik viden, jf. MAD art. 1, stk. 1, nr. 1. Under rettens spørgsmål om fortolkningen af "med rimelighed" forelå der heriblandt spørgsmål til kravet for en sandsynlighedsvurdering og om denne vurdering skal gå på, om der bare foreligger en sandsynlig eller ej, eller om hvor stor den pågældende sandsynlighed for en begivenhed eller forhold i sig selv faktisk er. Retten ville hertil gerne have afklaret om information, der har en markant relevans for kursen kan afsvække kravet til stærk sandsynlighed – altså hvis oplysninger har en stor nok effekt på kursen, så vil det under de rette omstændigheder være nok, hvis realiseringen af den pågældende begivenhed bare er en mulighed, selvom den potentielt kan ses som værende tvivlsom.²⁰

I forbindelse med den givne sag vedrørende Daimler vs. Geltri-afgørelsen har EU-domstolen i deres udtalelse indført et yderligere begreb til brug for forståelsen indenfor området om rimelighed for, om forhold kan forventes at foreligge. Af dommen fremgår det, jf. EU-domstolens udtalelse af 28. juni 2012, jc C 19/11:

"... at begrebet »en række forhold, der [...] med rimelighed kan forventes at komme til at foreligge, eller en begivenhed, der [...] med rimelighed kan forventes at indtræde«, tager sigte på de fremtidige forhold eller de fremtidige begivenheder, hvorom det på grundlag af en samlet bedømmelse af allerede tilgængelige forhold fremgår, at der er en reel mulighed for, at de vil foreligge eller indtræde."²¹

Der ses dermed en væsentlig kontrast mellem den tidligere måde at vurdere intern viden på og den nu nye tankegang vedrørende denne straks offentliggørelse af intern viden, som beskrevet i MAR på baggrund af EU-dommen om Daimler AG. Den tidligere måde at vurdere, hvornår der er tale om intern viden, er, når købet af et andet selskab ikke er en realitet endnu og dermed kun en fremtidig mulighed, så er handler ikke sikret. Meget kan gå galt, og hvis det andet selskab vil holde absolut tavshed om handlen, så venter man dermed med at offentliggøre nogle oplysninger, indtil selve købet bliver en realitet og ikke bare en fremtidig mulighed. Den nye tankegang er derimod, at når købet er en mulighed, så vil det alene have en relevant effekt på kursen, fordi de mellemliggende trin (intermediate steps) i sig selv kan have en sådan effekt. Derfor vil man som udgangspunkt være nødsaget til at offentliggøre. Dertil kommer der regler om udsættelse i spil, hvis en offentliggørelse ødelægger alle

²⁰ Sag C-19/11, præmis 57, om Daimler AG

²¹ EU-domstolens udtalelse af 28. juni 2012, jc C 19/11, nr. 56

muligheder for at fuldføre et sådan køb, så kan man være nødsaget til at udsætte offentliggørelsen i stedet for. Hvis et selskab vælger at udsætte offentliggørelsen af intern viden, vil der være diverse betingelser, der skal være opfyldt og regler, som skal overholdes.²² Disse betingelser og regler vil blive behandlet i senere afsnit 2.7 *Udsættelse af offentliggørelse*.

2.3 De grundlæggende oplysningsforpligtelser

For børsnoterede selskaber ses der to grundlæggende oplysningsforpligtelser i form af de *periodiske* oplysningsforpligtelser og *løbende* oplysningsforpligtelser. Disse to grundlæggende oplysningsforpligtelser findes dog i to forskellige regelsæt. De juridiske steder for de gældende regler vil være:²³

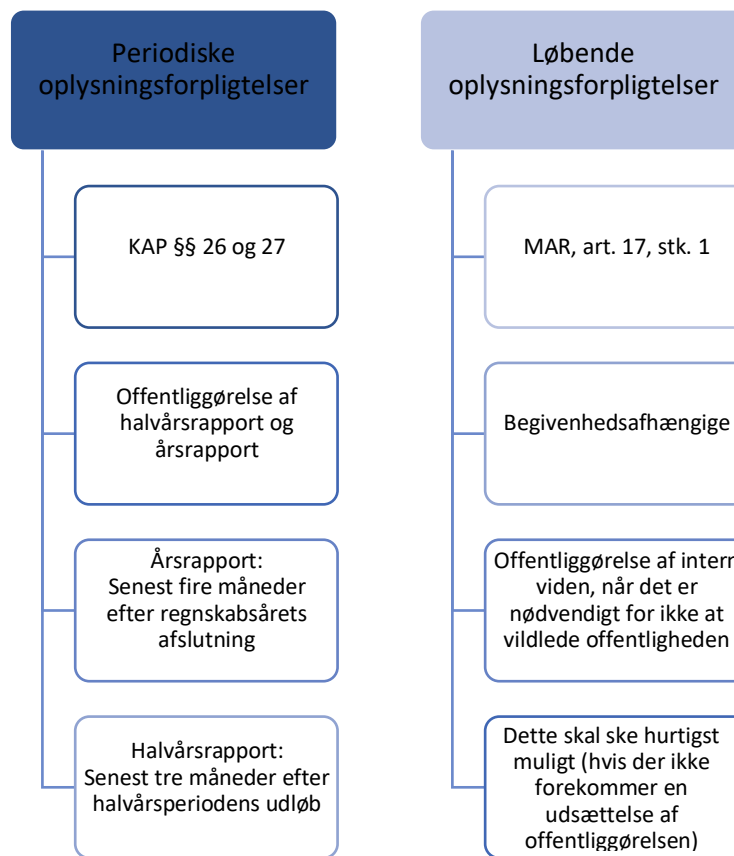
1. Pr. 3. januar 2018 blev værdipapirhandelsloven afløst og erstattet med kapitalmarkedsloven. De fleste regler om periodisk oplysningspligt vil kunne findes i KAP (årsregnskab, halvårsregnskab osv.)
2. I 2016 blev EU's markedsmisbrugsdirektiv erstattet med markedsmisbrugsforordningen, hvor man nu finder reglerne om straks-offentliggørelse af kursrelevante oplysninger.²⁴

Figuren på efterfølgende side illustrerer opdelingen af de to grundlæggende oplysningsforpligtelser.

²² Werlauff, Erik: *Din§Jura* 2018 nr. 1 "Kursrelevant nyt skal offentliggøres straks – ellers skal du have en plan for udskydelse klar"

²³ Werlauff, Erik: "PowerPoint lektion 2-B" i faget Kapitalmarkedets virksomheder – dias 8-9

²⁴ Op.cit. – dias 8-9

Figur 1: Periodiske- og andre oplysningsforpligtelserKilde²⁵

2.4 Løbende oplysningsforpligtelser

Et værdipapir har i sig selv ikke nogen økonomisk værdi. Værdien vil derimod afhænge af, hvilke oplysninger, der er offentliggjort for udstederens nuværende og fremtidige situation, og dermed hvilken værdi ejeren af værdipapiret kan rette eller kan forvente at rette imod det udstedende selskab af det givne værdipapir.²⁶ Det helt centrale krav i MAR art. 17, stk. 1, 1 lyder på:

"En udsteder offentliggør hurtigst muligt intern viden, der direkte vedrører denne udsteder."²⁷

²⁵ Egen tilvirkning samt Finanstilsynet: "Udsteders periodiske oplysningsforpligtelser" d. 19-12-2017

²⁶ Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul: "Børsretten" (2014) – s. 361

²⁷ Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014 af 16. april 2014 om markedsmisbrug

Disse oplysninger om udstederens økonomiske og forretningsmæssige situation, både nuværende men også fremtidige, er derfor yderst væsentlige, når en rationel investor skal købe et værdipapir. Det handler dermed om prisdannelsen på markedet og selve markedets effektivitet. Et marked vil nemlig typisk betegnes som effektivt, når der ses et højt informationsniveau blandt markedets deltagere, og der ikke forekommer en informationsasymmetri mellem udsteder og investor. Med hurtig informationsgivning og højt informationsniveau på markedet, så vil dette alt andet lige give en realistisk prisdannelse, der afspejler udstederen bag værdipapiret på rationel vis, og ligeledes være med til at forebygge insiderhandel.²⁸

Mængden og arten af de oplysninger vedrørende selskabet, der skal offentliggøres, har dermed både betydning for, når der udstedes værdipapirer ved børsintroduktion såvel som en løbende oplysningsforpligtelse for den fortsatte omsætning af værdipapirerne og begivenheder for udsteder, som kan have betydning for kursdannelsen. Et selskab vil derfor være pålagt en løbende oplysningsforpligtelse til markedet, som skal sikre sig, at den fortsatte værdiansættelse af værdipapirer fra udsteder er korrekt, og informationen af selskabet løbende er fuldstændig og komplet.²⁹

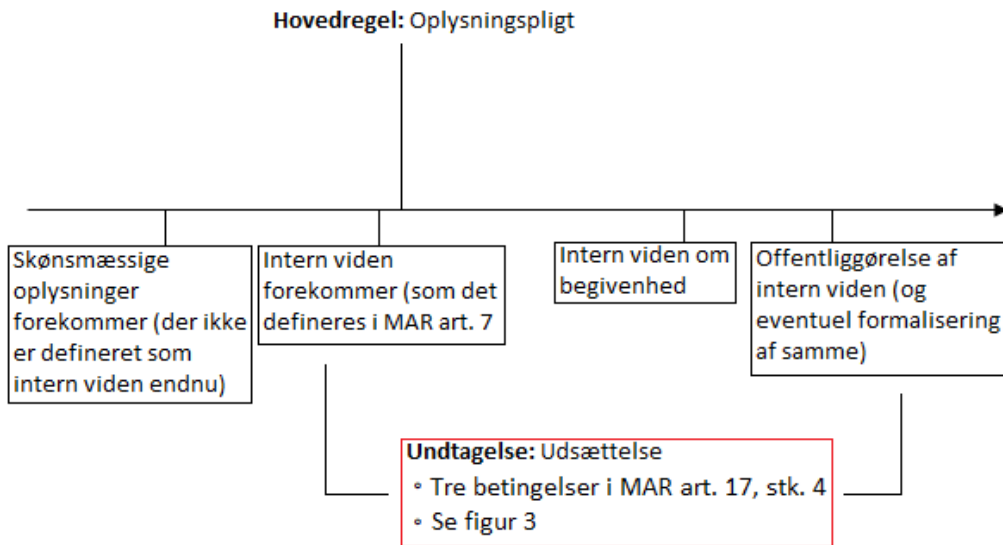
Offentliggørelsen skal som sagt gøres hurtigst mulig, og udsteder skal selv sikre, at måden, hvorpå denne viden offentliggøres, giver en fuldstændig, korrekt og rettidig vurdering af denne viden i offentligheden, jf. MAR art. 17, stk. 1, 2. Dette skal også gøres i samhør med relevant lov i artikel 21 i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/109/EF. Helt overordnet kan det siges, at offentliggørelsestidspunktet beror på en afvejning af to til dels modstående hensyn. På den ene side vil der være investorernes og markedets ønske om, at der hurtigst muligt bliver informeret om alle kursrelevante forhold vedrørende selskabet, så kursfastsættelsen kan være rigtig og korrekt. På den anden side vil der være selskabets behov for, at oplysningsforpligtelsen ikke forringer mulighederne og konkurrencen afgørende overfor selskabets konkurrenter eller andre.³⁰

Efter MAR art. 17 skal et børsnoteret selskab offentliggøre intern viden hurtigst muligt. Oplysningsforpligtelsen efter MAR art. 17 vil derfor se således ud:

²⁸ Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul: "Børsretten" (2014) – s. 361

²⁹ Op.cit. – s. 365

³⁰ Op.cit. – s. 449

Figur 2: Oplysningsforpligtelsen efter MAR art. 17Kilde³¹

Der skal gøres opmærksomhed på, at den realitetsgrundsætning, som vi havde i dansk ret igennem værdipapirhandelsloven § 27, stk. 1, ikke er gentaget i MAR, og at Finanstilsynet dermed ikke kan opretholde realitetsgrundsætningen i dansk ret efter ikrafttrædelsen af MAR i april 2014. Derfor har intern viden siden ikrafttrædelsen af MAR skulle offentliggøres, selvom begivenheden omhandlende den interne viden endnu ikke er forfaldet. Tidspunktet for offentliggørelsen afhænger dermed af, hvornår den interne viden foreligger sig, og ikke hvornår begivenheden, som den omhandler, formaliseres.³²

Den givne viden skal ligeledes offentliggøres i hele EU (samt i lande, som EU har aftale med), og de relevante oplysningerne, som skal offentliggøres, skal udbredes via medier, hvor man med rimelighed kan forvente, at de vil sørge for, at disse oplysninger når ud til offentligheden i de nævnte lande, jf. KAP § 24.

Som tidligere nævnt, så er der to forskellige oplysningsforpligtelser. Den periodiske oplysningsforpligtelse og den løbende oplysningsforpligtelse er to separate forpligtelser. Der kan derimod godt forekomme oplysninger gennem udarbejdelse af rapporter, som normalt vil være tilset den periodiske oplysningsforpligtelse, men som falder på den løbende oplysningsforpligtelse. Hvis oplysninger, der normalt indgår i udsteders halvårsrapporter eller

³¹ Egen tilvirkning samt Finanstilsynet: "Intern viden" d. 19-12-2017

³² DLA Piper: "Den nye markedsmissbrugsforordning og realitetsgrundsætningen" d. 26-05-2016

årsrapporter, er af så stor kursrelevans, at de vil gå ind under begrebet "intern viden", så kan disse oplysninger godt være genstand for, at udstederen har pligt til at straks offentliggøre disse oplysninger – og dermed inden offentliggørelse af hele årsrapporten eller halvårsrapporten.³³

Forventninger til resultatet vil være forbundet med diverse usikkerheder, og der vil derfor være tale om intern viden, hvis det kan forventes med rimelighed, at der vil forekomme en op- eller nedjustering af årets resultat. Det vil herved være vigtigt, at man betragter de udnævnte forventninger til årets resultat som faste, og derfor vil intern viden først opstå, når det kan vurderes, at der er en rimelig sandsynlighed for, at disse forventninger til årets resultat skal op- eller nedjusteres.³⁴ Hertil har Finanstilsynet offentliggjort vejledningen "Vejledning – Hvornår skal en udsteder offentliggøre oplysninger i finansielle rapporter som intern viden?", jf. VEJ nr. 9973 af 9. oktober 2017. Det vil umiddelbart fremgå af denne vejledning, at finansielle rapporter ikke vil være intern viden som udgangspunkt, men de kan derimod indeholde informationer, der i sig selv udgør intern viden. Det vil derfor betyde for udsteder, at deres finansielle rapporter ikke skal behandles som var de intern viden.³⁵ Af Finanstilsynets vejledning fremgår det også, at hvis der forekommer ændringer til udsteders forventninger, men disse ændringer stadig ligger indenfor tidligere offentliggjorte forventninger, så vil dette som udgangspunkt ikke ses som værende intern viden.³⁶

Finanstilsynet nævner i vejledningen et eksempel (*Eksempel 2*)³⁷, hvor udsteder tidligere har offentliggjort forventninger til årets resultat i niveauet 40-60 mio. kr. Udsteder vurderer dog i tidsperioden op til aflæggelsen af deres halvårsrapport, at deres forventninger er ændret og skal dermed justeres. Deres nye forventninger til resultatet lå i niveauet 45-55 mio. kr., og denne nye forventninger ligger dermed stadig indenfor den tidligere offentliggjorte forventning. Det ses også af situationen i vejledningens eksempel 4³⁸, hvor de samme forventninger til resultatet ligger i niveauet 40-60 mio. kr., men udsteder ændre sine forventninger til et resultat på omkring 60 mio. kr. Dette vil efter Finanstilsynets vejledning også ligge indenfor tidligere udmeldte forventninger, og er derfor ikke intern viden, og det fremgår hermed af begge eksempler, at der er tale om tidligere offentliggjorte oplysninger, og der forekommer derfor ikke intern viden af disse.³⁹

³³ Finanstilsynets VEJ nr. 9973 af 9. oktober 2017: "Vejledning – Hvornår skal en udsteder offentliggøre oplysninger i finansielle rapporter som intern viden?" – s. 1

³⁴ Op.cit. – s. 1

³⁵ Op.cit. – s. 2

³⁶ Op.cit. – s. 2

³⁷ Eksempel 2 – Nye forventninger til helåret ligger indenfor de allerede udmeldte forventninger (kr.)

³⁸ Eksempel 4 – Nye forventninger til helåret afviger ikke fra de allerede udmeldte forventninger (kr.)

³⁹ Finanstilsynets VEJ nr. 9973 af 9. oktober 2017: "Vejledning – Hvornår skal en udsteder offentliggøre oplysninger i finansielle rapporter som intern viden?" – s. 4

Oplysninger kan derimod udgøre intern viden, hvis udsteder vurderer, at deres forventninger er ændret, og disse nye forventninger ligger udenfor de tidligere offentliggjorte forventninger. Hvis dette er tilfældet, skal udsteder opføre, om den pågældende viden ligger indenfor begrebet "intern viden" i form af, om oplysninger vil have en mærkbar relevans for kursen og om de er specifikke.⁴⁰ Hertil vil det rent børsretligt være relevant at nævne, at Børsen kan foretage sig den påkrævede og nødvendige overvågning af markedet for at sikre effektiviteten. I særlige tilfælde kan det være i Børsens interesse forud for en offentliggørelse af særligt kursmærkbare forhold/begivenheder at blive orienteret om disse forhold/begivenheder af udsteder selv.⁴¹

2.5 Periodiske oplysningsforpligtelser

Hvis et børsnoteret selskab har vurderet, at en specifik og intern viden ikke enkeltvis medfører, at det skal straks offentliggøres efter reglerne i KAP § 24 (tidligere VPHL § 27, stk. 1), da enkeltforholdet ikke i sig selv får betydning for den fremtidige kursdannelse, så kan det i stedet blive i forbindelse med de periodiske meddelelser. Det fremgår af finanstilsynets vejledning nr. 9973, at udgangspunktet er, at finansielle rapporter ikke udgør intern viden, men de kan indeholde oplysninger, som udgør intern viden. Der kan blive offentliggørelsespligt i de periodiske meddelelser, hvis en række forhold til sammen vil antages at få betydning for kursdannelsen. Det kan være i situationer, hvor enkelte forhold ikke hver især har betydning for kursdannelsen, men tilsammen kan de få kurspåvirkende effekt, hvorfor de tilsammen kan udgøre intern viden. Her vil der indtræffe en pligt til at offentliggøre forholdene i de periodiske meddelelser som halvårsrapporter eller årsrapporter. Dette kan blive interessant at diskutere i Danske Bank-sagen, da det netop var mange enkelte forhold, som opstod og tilsammen kunne danne en form for intern viden.⁴²

2.6 Offentliggørelsesmåden

Det har tidligere været en mere ensartet proces at offentliggøre oplysninger – eller i hvert fald måden, hvorpå det bliver gjort. Engang skulle det regulerede marked (Børsen), hvorpå værdipapiret blev handlet, have information om offentliggørelser senest på samme tid med en anden given offentliggørelse. Dette betød også, at Børsen havde en monopollignende position i forhold til offentliggørelse af intern viden for børsnoterede selskaber.⁴³

⁴⁰ Finanstilsynets VEJ nr. 9973 af 9. oktober 2017: "Vejledning – Hvornår skal en udsteder offentliggøre oplysninger i finansielle rapporter som intern viden?"

⁴¹ Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul: "Børsretten" (2014) – s. 439

⁴² Finanstilsynets VEJ nr. 9973 af 9. oktober 2017: "Vejledning – Hvornår skal en udsteder offentliggøre oplysninger i finansielle rapporter som intern viden?"

⁴³ Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul: "Børsretten" (2014) – s. 464

I nyere tid er der derimod indført en finansiel handleplan igennem markedsmisbrugsdirektivet (2003/6/EØF), som nu er erstattet af markedsmisbrugsforordningen, gennemsigtighedsdirektivet (2004/109/EF) og MiFID-direktivet (2004/39/EF). Med disse direktiver fulgte der væsentlige ændringer for måden, som et børsnoteret selskab skal offentliggøre oplysninger på. Det skal nu gøres gennem flere medier og på flere måder. Hovedpunktet for denne finansielle handleplan vil være, at oplysningerne kommer hurtigst muligt ud i markedet, at de er korrekte og at de er synlige for investorer, så der kan laves et helhedsbillede af selskabet og en præcis prisdannelse af det børsnoterede selskabs værdipapirer. Det handler hermed om, at offentlighedens adgang og kendskab til denne viden optimeres, og at selve offentliggørelsen herved også retter sig imod alle kategorier af investorer inden for Den Europæiske Union eller EØS.⁴⁴

VPHL §§ 27 & 27a omfattede offentliggørelsesmådens elementer, og disse regler vil nu være udtrykt i KAP kapitel 5 om oplysningsforpligtelser for udstedere. Reglerne om offentliggørelsesmåden bliver suppleret af oplysningsbekendtgørelsen (Bekendtgørelse nr. 1442 af 13. december 2013) og oplysningsvejledningen (Vejledning nr. 9401/2007). Disse oplysninger, som skal offentliggøres og derfor også indsendes til Finanstilsynet, betegnes som regulerede oplysninger.⁴⁵

2.7 Udsættelse af offentliggørelse

I forhold til intern viden kan udsteder udsætte offentliggørelsen af denne viden, som vil være på eget ansvar. Oplysningspligten vedrørende intern viden, og mulighederne for udsættelse bliver behandlet både i MAR og i KAP, men der vil i dette afsnit blive fokuseret på behandlingen af denne igennem MAR. Det vil være i MAR artikel 17, stk. 4, at udsættelsen af offentliggørelsen bliver behandlet, og hertil forekommer der diverse betingelser, som skal være opfyldt. Det er hermed en forudsætning, at samtlige af disse betingelser beskrevet i MAR art. 17, stk. 4 bliver opfyldt til hver en tid.⁴⁶ Betingelserne er:

1. "Øjeblikkelig offentliggørelse antages at skade legitime (lovlige) interesser for udstederen"
 - a. Køb af virksomhed, hvor man ikke må offentliggøre købet pga. andet selskab
2. Udsættelse af offentliggørelsen antages ikke at ville vildlede offentligheden
3. Udstederen er i stand til at sikre disse oplysningers fortrolighed⁴⁷

⁴⁴ Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul: "Børsretten" (2014) – s. 465-466

⁴⁵ Op.cit. – s. 464-465

⁴⁶ Werlauff, Erik: "PowerPoint lektion 12-B" i faget Kapitalmarkedets virksomheder – dias 17-20

⁴⁷ Op.cit. – dias 17-20

Når et selskab vil udsætte en offentliggørelse af intern viden, og det skal opfylde de ovenstående tre punkter, så skal man først og fremmest diskutere, om tilbageholdelsen af den pågældende interne viden er af legitime interesser eller om udsættelse er med til at vildlede offentligheden. Legitime interesser kan være f.eks. forhandlinger, sikring af økonomisk overlevelse, myndighedsgodkendelse eller køb af majoritet i et andet selskab. Det er ikke sikkert, at disse forhold altid vil retfærdiggøre en udsættelse af offentliggørelse, men under de rette omstændigheder, så har de muligheden for det. Derimod vil en udsættelse af offentliggørelse ikke være retfærdiggjort, og dermed ikke opfylde de tre punkter i MAR art. 17, stk. 4, hvis selskabet udsætter offentliggørelse af information, der har til formål at korrigere tidligere meddelelse, nedjustering af finansielle forventninger eller oplysninger i modsætning til markedets forventninger.⁴⁸

Når udsteder har hjemsted i Danmark, så vil den gældende myndighed være Finanstilsynet. Der skal dermed ske underretning til Finanstilsynet, hvis udsteder har foretaget en udsættelse af offentliggørelsen af intern viden. Dette skal ske, når udsteder vælger at offentliggøre denne viden, og skal herved også ske med en detaljeret underretning, som indeholder specifikke informationer, der giver Finanstilsynet et overblik over bl.a. identiteter (både på udsteder og personer, der har taget beslutningen om udsættelsen), beskrivelse af den interne viden og tidspunktet, hvor udsættelsesbeslutningen er blevet foretaget.⁴⁹

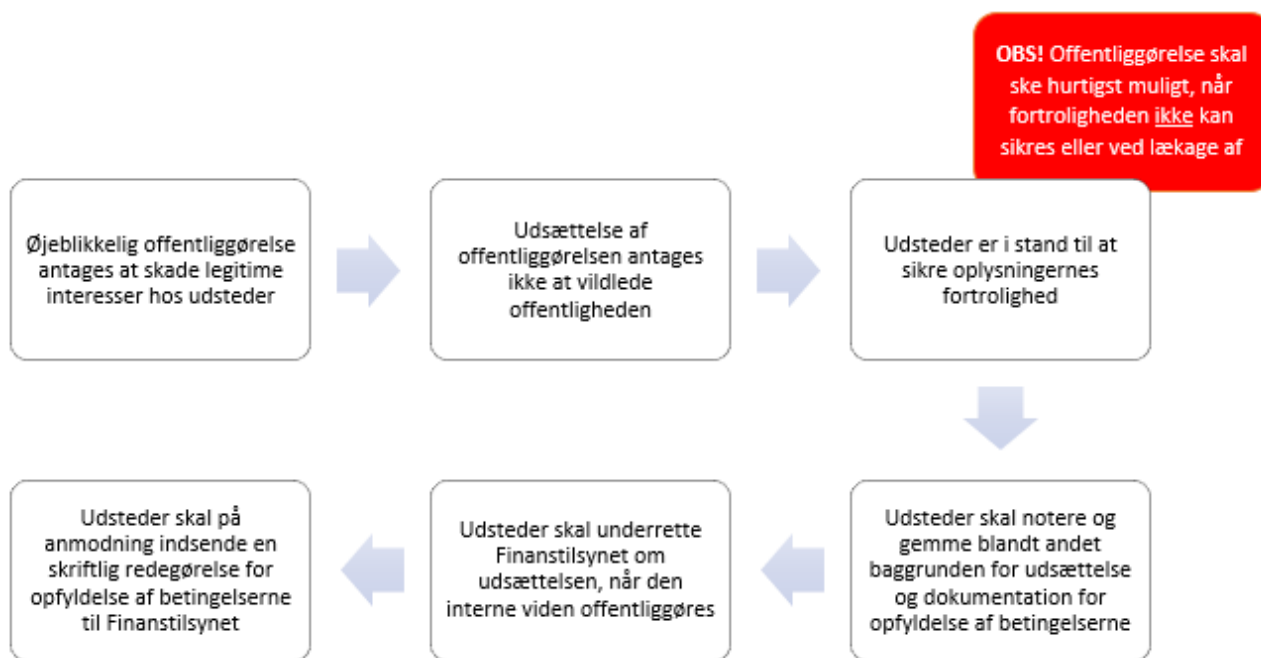
Udsteder skal ydermere foretage en skriftlig redegørelse for, at alle de tre betingelser (som nævnt ovenfor og i MAR art. 17, stk. 4) har været opfyldt under hele perioden for udsættelsen. Dette kan eksempelvis ske via en logbog, der bliver ført fra beslutningstidspunktet for udsættelsen og helt frem til den faktiske offentliggørelse af den interne viden. Denne skriftlige redegørelse behøver ikke blive fremvist for Finanstilsynet, idet offentliggørelsen sker, men den skal derimod kunne fremvises, hvis Finanstilsynet gør anmodning om det.⁵⁰

Nedenfor ses et overblik over, hvordan en udsættelse af offentliggørelse kan se ud, når den foretages korrekt og opfylder alle tre betingelser i MAR art. 17, stk. 4:

⁴⁸ Finanstilsynet: "*Udsættelse af offentliggørelse af intern viden*" d. 19-12-2017 (opdateret: 09-12-2019)

⁴⁹ Op.cit.

⁵⁰ Op.cit.

Figur 3: Udsættelse af offentliggørelseKilde⁵¹

En korrekt og lovlig udsættelse af offentliggørelse skal hermed være med til at beskytte selskabets fremtidige drift (f.eks. ved en forhandling, hvor oplysninger herved skal tilbageholdes fra offentligheden for, at handlen kan gennemføres). Udsættelse af offentliggørelse, som undtagelsen til hovedreglen, er hermed et vigtigt element i reglerne om oplysningsforpligtelser, da det vil beskytte børsnoterede selskabers interesser, når de rigtige omstændigheder er tilstede. Det er hermed også vigtigt, at diverse regler og retningslinjer om oplysningsforpligtelser arbejder sammen med andre direktiver som for eksempel transparensdirektivet.⁵²

Transparensen i markedet bliver behandlet i EU-direktivet 2004/109/EF. Direktivets hovedformål vil være at skabe effektive, gennemsigtige og integrerede værdipapirmarkeder, som endvidere vil bidrage til et indre marked med lette og mere tydelige informationskanaler samt skabe vækst og beskæftigelse gennem bedre kapitalallokering og færre omkostninger. Direktivet fastslår dermed, at værdipapirudstedere gennem en løbende informationsstrøm af korrekte og fyldestgørende oplysninger bør sikre investorerne den nødvendige

⁵¹ Egen tilvirkning samt Finanstilsynet: "Udsættelse af offentliggørelse af intern viden" d. 19-12-2017 (opdateret: 09-12-2019)

⁵² Finanstilsynet: "Udsættelse af offentliggørelse af intern viden" d. 19-12-2017 (opdateret: 09-12-2019)

gennemsigtighed for at kunne danne sig et helhedsbillede af udsteder. Dette vil være med til at øge investorbekyttelsen og herved også markedseffektiviteten.⁵³

2.8 Overgangen fra VPHL til KAP

I Danmark er den gældende lov indenfor kapitalmarkedet: Kapitalmarkedsloven (lov 2017-06-08 nr. 650 om kapitalmarkeder), som trådte i kraft 3. januar 2018. Dermed blev den tidligere værdipapirhandelslov og den hidtidige regelstruktur erstattet, og fremover skulle man finde reglerne herom i form af ny lov, reviderede og nye bekendtgørelser, og i EU-retten.⁵⁴

Kapitalmarkedsloven afløste værdipapirhandelsloven, og denne afløsning vil med diverse ændringer i den finansielle regulering færdiggøre MiFID II og en række bestemmelser i MiFIR1, der er direktivlignende. MiFID II og MiFIR1 er et direktiv og en forordning som finder anvendelse på markeder for finansielle instrumenter. Dette vil endvidere betyde, at kapitalmarkedsloven både består af bekendte bestemmelser, som er taget med fra den tidligere værdipapirhandelslov, men også af diverse nye bestemmelser. Det ses efter kapitalmarkedslovens fremtræden, at der forekommer flere EU-regler, som er direkte anvendelige, der fremadrettet skal supplere den danske lov og retningslinjer.⁵⁵ Den relaterede lovgivning til både værdipapirhandelsloven og kapitalmarkedsloven vil være ens. De bekendtgørelser, forordninger og vejledninger, som disse to love læner sig op ad, er de samme. Da man i dansk lovgivning ophævede værdipapirhandelsloven og erstattede den med den nuværende og gældende kapitalmarkedslov, så man derfor ikke de store ændringer. Nogle af de væsentligste ændringer ses i kapitel 21 samt 24 – 30 i den nuværende kapitalmarkedslov.⁵⁶

Kapitel 21 omhandler SMV-vækstmarkeder, som værdipapirhandelsloven ingen regler havde om. Kapitel 24 og 25 omhandler fondsmæglerselskaber og deres algoritmiske handel og systematisk internalisering, og kapitel 26 – 30 omhandler udbydere af dataindberetningstjenester, og de særlige regler herved. Værdipapirhandelsloven havde ingen regler om disse emner, og der ses dermed en nyere lovstruktur i kapitalmarkedsloven, som omfatter flere finansielle instrumenter og aktører end værdipapirhandelsloven. Alle relevante ændringer og forskelle imellem værdipapirhandelsloven og kapitalmarkedsloven samt den relaterede lovgivning herved vil ydermere blive uddybet i vedlagte **bilag 1**.

⁵³ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/109/EF af 15. december 2004 om harmonisering af gennemsigtighedskrav

⁵⁴ DLA Piper: Ændringer i kapitalmarkedsloven – Fra værdipapirhandelsloven til kapitalmarkedsloven

⁵⁵ Op.cit.

⁵⁶ Op.cit.

2.8.1 Opsummering

I afsnit 2.1 blev offentliggørelse af intern viden og informationskrav til markedet efter MAR behandlet. Regler omhandlende offentliggørelsesforpligtelser findes i MAR og Kapitalmarkedsloven (tidligere værdipapirhandelsloven). Kapitel 5 i KAP omhandler det overordnede love, der er gældende, i forhold til udsteder oplysningsforpligtelser til markedet, når værdipapirer bliver optaget til handel på regulerede markeder. De to oplysningsforpligtelser, som tidligere nævnt og ses i *figur 1: Periodiske- og andre oplysningsforpligtelser*, hvor før behandlet i VPHL § 27, stk. 7-12 og § 34 stk. 2 og 3, men ses nu behandlet i KAP §§ 24-28. Her vil både de periodiske oplysningsforpligtelser og begivenhedsafhængige oplysningsforpligtelser have hjemmel. Udsættelsen af offentliggørelse af intern viden, som er blevet redegjort for i tidligere afsnit om MAR og *figur 3: Udsættelse af offentliggørelse*, vil også være til stede i KAP § 37. Dette informationskrav, der står for udsteder, vil hermed være tilstede i både MAR og KAP, og det er til for at sikre, at informationsasymmetrien imellem udsteder og markedet ikke bliver for stor, og markedet derfor kan gøre sig korrekte forventninger til værdipapirer og markedets fremgang. Informationsasymmetrien bliver igennem løbende oplysning af information udlignet, så vidt som muligt, når disse bliver overholdt, og markedet står dermed med et korrekt helhedsbillede af den givne situation. Dette bliver også behandlet igennem EU-direktivet 2004/109/EF (gennemsigtighedsdirektivet), som omhandler transparensen i markedet.

En væsentlig del af investors beslutningsgrundlag for investering, og selve kursfastsættelsen af værdipapiret, beror i de oplysninger, som udsteder offentliggør om selskabets økonomiske og forretningsmæssige forhold, samt diverse rettigheder herved. At oplysningerne om selskabets forhold er troværdige og korrekte vil derfor være en forudsætning for prisdannelsen på markedet for noterede værdipapirer, og at denne prisdannelse kan fungere acceptabel, så markedet i sig selv fungerer på effektiv vis.⁵⁷

Netop dette ses som hensigten bag kapitalmarkedslovens kapitel 5 og delvis kapitel 14 (som delvis omhandler markedsmisbrug og intern viden). Disse kapitler har sit udspring i MAR (forordning (EU) Nr. 596/2014)⁵⁸ og gennemsigtighedsdirektivet (EU-direktivet 2004/109/EF)⁵⁹.

⁵⁷ Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul: "Børsretten" (2014) – s. 361

⁵⁸ Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014 af 16. april 2014 om markedsmisbrug

⁵⁹ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/109/EF af 15. december 2004 om harmonisering af gennemsigtighedskrav

Del II: Juridisk analyse af børrets erstatningsbetingelser

Det følgende afsnit vil indledningsvist afklare, hvilket lands lovgivning samt hvilket lands domstole, som erstatningsspørgsmålet vil skulle bestemmes efter. Derefter vil det blive diskuteret, hvornår et børnoteret selskab kan ifalde sig erstatningsansvar samt børrets bagvedliggende erstatningsretlige principper.

3. International privatret

Kapitalmarkedsretten er i vidt omfang direktivstyret, men det betyder ikke, at landene i EU har samme retspraksis indenfor hhv. ledelsesansvar og erstatningsansvar. Erstatningsspørgsmålet er uharmoniseret inden for EU, og derfor gælder det enkelte lands lovgivning og retspraksis, og her er der store forskelle. Hvis et dansk moderselskab eksempelvis har et datterselskab i udlandet, og bestyrelsen i datterselskabet sagsøges, så er det de internationale privatretsregler (herefter IPR), som finder anvendelse.⁶⁰

Det er de almindelige IPR-principper, som gør sig gældende ved spørgsmålet om, hvilket lovvalg der finder anvendelse vedrørende erstatningsspørgsmålet. Det er i den forbindelse afgørende, at man skelner mellem ansvar over for tredjemand og ansvar over for selskabet. Hvis det drejer sig om ansvar overfor selskabet, så gælder "selskabsstatutten", og så gælder loven, hvor selskabet har sit registrerede hjemland. Hvis der er tale om ansvar overfor et ledelsesmedlem, hvor selskabet har deres registreret hjemsted i udlandet, så vil dette lands regler skulle anvendes.⁶¹

Spørgsmålet om hvilke lands regler, der gør sig gældende indenfor erstatningsspørgsmålet, er meget centralt at undersøge, da der i nogle lande er omvendt bevisbyrde eller præsumptionsansvar ved culpa-bedømmelsen. Det betyder, at det er den potentielle skadevolder, der skal bevise sin uskyld og dermed bevise, at man ikke kan gøres erstatningsansvarlig. Ved vurderingen af hvilke lands regler, der gør sig gældende, så skelner man blandt andet mellem, om der er tale om kontraktforhold eller forhold uden kontrakt. Dette vil blive uddybet i de næste to afsnit.⁶²

⁶⁰ Werlauff, Erik: "Erstatningsansvar i selskabsforhold" (2016) – s. 46-47

⁶¹ Op.cit.

⁶² Op.cit. – s. 47-48

3.1 Rom-Konventionen

Der er sket store betydelige harmoniseringer indenfor IPR, og det ses først for de kontraktlige forpligtelser ved Rom-Konventionen, 80/934/EØF og senere igennem Rom I-forordningen, forordning nr. 593/2008, som omhandler lovvalgsregler for kontraktlige forpligtelser. Romkonventionen anvendes til vurderingen af, hvilket lands regler der skal gælde vedrørende de kontraktlige forpligtelser, og her anerkendes partsautonomien, hvor man har mulighed for at vælge, hvilket lands regler der skal være gældende, hvilket skal fremgå af en lovvalgsaftale. Det gælder dog både for Rom-konventionen og Rom I-forordningen, at spørgsmålet om ledelsens eller deltagernes personlige ansvar ikke finder anvendelse, når man er omfattet af reglerne for selskaber, foreninger og andre juridiske personer, jf. konventionens artikel 1, stk. 2, litra a, og forordningens artikel 1, stk. 1, litra f.⁶³ Romkonventionen og Rom I-forordningen definerer, hvilket lands regler der skal gælde vedrørende de kontraktlige forpligtelser og ikke lovvalget uden for kontraktforhold.⁶⁴

3.2 Skadestedsprincippet

Romkonventionen finder anvendelse inden for kontraktforhold, men uden for kontraktforhold benyttes skadestedsprincippet, *lex loci delicti commissi*. Det fremgår af UfR 2009.1265 SH om Cheminova, at Sø- og Handelsretten skulle tage stilling til, hvorvidt sagen skulle afgøres efter dansk ret eller efter hollandsk og svensk ret. Det danske selskab Cheminova sagsøgte hollandske Akzo Nobel, da de havde lidt et tab, som skyldes, at Akzo Nobel havde hævet priserne på deres varer, som Cheminova mente var i strid med EU's konkurrenceregler. Sø- og Handelsretten fastslog, at det var dansk ret, som fandt anvendelse, da skaden var forårsaget uden kontrakt. Desuden var det i Danmark, at markedet var blevet påvirket, og her tabet var lidt. I denne sag var skadestedsprincippet *lex loci delicti commissi* omdrejningspunktet, da sagen var uden kontraktforhold.⁶⁵

3.3 Værneting

Værneting omhandler reglerne for domstoles stedlige kompetencer, som med andre ord er reglerne om, hvilken domstol der skal behandle en retssag. Hvis der ikke er tale om grænseoverskridende elementer, som kan give retslige udfordringer, så er hovedreglen efter den danske retsplejelov (herefter RPL), at retssager skal føres ved den sagsøgtes bopæl, som også kaldes hjemting jf. RPL §235.⁶⁶

⁶³ Werlauff, Erik: "Erstatningsansvar i selskabsforhold" (2016) – s. 47-48

⁶⁴ Op.cit.

⁶⁵ Pedersen, Thomas Christian og Windberg, Christian Morsø: "Prospektansvaret i dansk ret" (2016) - s. 29

⁶⁶ Op.cit – s. 18

Hvis der er tale om en erstatningssag, som omhandler et ledelsesmedlem, som har hjemsted i Danmark, så er der forskel på, om det er selskabets krav eller en tredjemands krav mod ledelsesmedlemmet. Selskabets krav behandles efter selskabets hjemting, som er der, hvor selskabets faktiske hovedsæde hører til jf. RPL §238, stk. 4. Hvis der derimod er tale om et krav fra en tredjemand i form af en investor, så vil kravet behandles ved retten ved skadestedets værneting jf. RPL §243. Man ser dog ofte, at dette medfører, at man behandler sagen efter selskabets værneting, da skaderne i høj grad vil have ramt selskabet der.⁶⁷

Hvis ledelsesmedlemmet derimod har hjemsted i et EU/EØS-land, så vil værnetingsafgørelsen dog være væsentlig nemmere, da forordning nr. 1215/2012 regulerer dette område, og her vil skadestedets værneting i alle tilfælde blive anvendt. Dette gælder også, hvis selskabet har hjemsted i et andet EU/EØS-land, og det sagsøgte ledelsesmedlem har hjemsted i Danmark, da man også her anvender skadestedets værneting. Denne EU-retslige forskrift i Bruxelles I-forordningen art. 5, nr. 3 om anvendelse af skadestedets hjemting, vil for Danmarks vedkommende betyde, at reglerne i retsplejelovens regler ikke vil være gældende jf. RPL §247. Derfor vil det være meget forkert at anvende den danske retsplejelov, hvis der er tale om sager med grænseoverskridende søgsmål, da man er omfattet af en international overenskomst i form af Bruxelles I-forordningen. Sager om grænseoverskridende søgsmål med hjemting udenfor et EU/EØS land, vil blive behandlet efter det pågældende lands procesregler.⁶⁸

3.4 Danske Bank-sagens lovvalg og værneting

I børsretten skelner man imellem salg af aktier til primærmarkedet og til sekundærmarkedet, da det har betydning for, om der er tale om kontraktforhold eller uden kontraktforhold. Dette er vigtigt at få afklaret, da værnetinget kan være forskelligt. Et eksempel på forskellen mellem handel på primærmarkedet og sekundærmarkedet kan ses i henholdsvis bankTrelleborg-sagen og Danske Bank-sagen. I bankTrelleborg-sagen blev der købt aktier i udbud på primærmarkedet, da det var i forbindelse med gennemførelsen af en emission, og derfor blev der handlet på baggrund af et børsprospekt. I Danske Bank-sagen handlede investorerne på sekundærmarkedet, da man handlede på det frie marked på baggrund af Danske Banks løbende informationsaflæggelse til markedet. Ved køb af aktier på baggrund af børsprospekter er der tale om kontraktlige forpligtelser, hvorimod det i Danske Bank-sagen var investorer, som havde handlet på sekundærmarkedet, og derfor uden kontraktforhold. Sager om kontraktforhold som i bankTrelleborg-sagen følger RPL §242, der definerer, at sagen skal finde sted på det sted, hvor forpligtelsen skal opfyldes.⁶⁹

⁶⁷ Werlauff, Erik: "Erstatningsansvar i selskabsforhold" (2016) – s. 48-49

⁶⁸ Op.cit. – s. 48-49

⁶⁹ Pedersen, Thomas Christian og Windberg, Christian Morsø: "Prospektansvaret i dansk ret" (2016) - s. 22

I Danske Bank-sagen er der ikke tale om et kontraktforhold, hvorfor den følger deliktsværnetinget. Deliktsværnetinget beskriver, at sagen skal anlægges ved retten på det sted, hvor skaden er foregået. Konsekvenserne ved den manglende overholdelse af de løbende oplysningsforpligtelser skal bedømmes der, hvor banken er børsnoteret (*lex loci delicti*), og Danske Bank er noteret på Københavns Fondsbørs NASDAQ OMX Copenhagen. Derfor vil de danske regler og forordningsregler være omdrejningspunktet i en eventuel retssag, og sagen vil skulle føres i Danmark.⁷⁰

4. Erstatningsansvar for et børsnoteret selskab

Det kan medføre bødeforelæg af væsentlig størrelse at overtræde regler, som er fastlagt i MAR art. 17, og disse kan lede til sanktioner. Der kan ske det, at aktien bliver suspenderet, jf. KAP § 79, indtil det er afklaret, hvad der egentlig sker, og hvad der burde have været offentliggjort. Udover en suspension kan virksomheden få en påtale fra NASDAQ Copenhagen og/eller fra Finanstilsynet. En virksomhed, der har overtrådt MAR art. 17, kan også ende med en bødestraf, som bliver behandlet i KAP § 249, stk. 1. Den sidste sanktion, som kan forekomme af en overtrædelse af MAR art. 17, vil være erstatning, som ikke kan udelukkes. Der kan gøres erstatningskrav overfor både udstederen, og i værste fald af bestyrelsen og direktionen, da alle tre kan få erstatningspligt.⁷¹

Erstatningspligt kan være relevant, hvis der kan påvises et kausalt tab, men regler om behandlingen heraf fremgår ikke af KAP eller MAR. Erstatningspligten er derimod overladt til dansk erstatningsret.⁷² VPHL, som blev erstattet af KAP, havde ligesom KAP regler vedrørende selskabets oplysningsforpligtelser, jf. VPHL § 27, men det var udtrykkeligt anført i lovbemærkningerne, at der ikke med bestemmelsen er taget stilling til, om og i givent fald hvilket omfang udsteder vil kunne pådrage sig et civilretligt erstatningsansvar på grund af en vildledende eller for sen offentliggørelse.⁷³ Forudsætning herfor vil være at påvise et kausalt tab. Et potentielt kausalt tab vil være, hvis et børsnoteret selskab har offentliggjort information, men denne information er mangelfuld eller misvisende (eller fuldstændig mangel af offentliggørelse af nogen information på korrekt tidspunkt). Hvis denne givne information er af markant kursrelevans, så vil denne specifikke information være kategoriseret som intern viden, og burde derfor have været offentliggjort og ikke tilbageholdt. Hvis investorer har lidt et tab på grund af disse handlinger fra selskabet og ledelsen, så kan selskabet dermed stå i en situation, hvor investorer mener, at de ikke har kunne få en reel og oprigtig vurdering af

⁷⁰ Pedersen, Thomas Christian og Windberg, Christian Morsø: "Prospektansvaret i dansk ret" (2016) - s. 29-30

⁷¹ Werlauff, Erik: "PowerPoint lektion 12-B" i faget Kapitalmarkedets virksomheder – dias 22

⁷² Op.cit. – dias 22

⁷³ Werlauff, Erik & Schaumburg-Müller, Peer: "Børs- og kapitalmarkedsret" (2012) – s. 381

kursen, og dermed prissætningen, for aktien. De kan hermed være i god ret til at påkræve erstatning fra selskabet, og måske også fra ledelsen.⁷⁴

Et sådan erstatningsgrundlag blev set i EU-Domstolen i sag C-19/11, Daimler fra 28. juni 2012, som er beskrevet i afsnit 2.2 *Daimler vs. Getl.* Her blev der sat spørgsmålstejn ved de mellemliggende trin, og om disse kunne blive defineret som intern viden i sig selv. Hertil kom domstolen frem til, at disse mellemliggende trin i sig selv godt kan blive defineret som intern viden, hvis omfanget af oplysningerne lægger grund for straks offentliggørelse. Den givne information vil hermed opfylde de gældende regler, der er pålagt definitionen for intern viden i MAR, og vil dermed i sig selv være intern viden. Sagen omhandlede en administrerende direktørs afsked med virksomheden, der blev offentliggjort i en børsmeddelelse, men som blev offentliggjort for sent, da domstolen kom frem til, at disse mellemliggende trin gjorde, at personer i selskabet besad intern viden, altså specifik viden der var kursrelevant, og det burde derfor have været straks offentliggjort, som fulgte den gældende lov på daværende tidspunkt, jf. VPHL § 27, stk. 1. Daimler-sagen, og dens relevans indenfor definitionen af intern viden, er beskrevet i afsnit 2.2 *Daimler vs. Getl.*

4.1 Retsgrundlag

Retsgrundlaget for erstatningsansvaret for et børsnoteret selskab, hvis de ikke overholder regler om deres oplysningsforpligtelser, findes ikke i KAP eller MAR, men har i dansk ret hjemmel i straffeloven og erstatningsansvarsloven. Det primære begreb i dansk ret for erstatningsansvar er culpapreglen.

Kort sagt betyder Culpa "skyld". Culpapreglen bliver derfor benyttet til at påvise, om en udsteder ifalder sig skyld, og om der dernæst kan blive gjort et erstatningsansvar overfor en given person eller selskab, som har skyld i et givent tab. Begrebet culpa, er udviklet af domstolene, og det kommer fra retspraksis igennem strafferet og erstatningsret uden for kontrakt. Når der tales om erstatningsansvar, så vil culpa være den styrende juridiske faktor i Danmark for, hvilke handlinger der skal være begået for, at et selskab eller en person kan kendes skyldig i en erstatningssag. Culpa har som retsgrundlag både anvendelse for ledelsesmedlemmer, ejere samt revisorer. Begrebet culpa bliver ikke direkte nævnt i lovgivningen, men der bruges derimod udtryk som "skyld", "ansvar", "uagtsom" og "handle i strid med".⁷⁵ En person eller et selskab kan dermed blive erstatningsansvarlige for tab - med culpa som retsgrundsætning - hvis der forekommer:

⁷⁴ Werlauff, Erik: "PowerPoint lektion 12-B" i faget Kapitalmarkedets virksomheder – dias 22

⁷⁵ Werlauff, Erik: "Erstatningsansvar i selskabsforhold" (2016) – s. 13

1. uagtsomhed eller forsæt
2. kausalitet
3. adækvans
4. Ingen objektive ansvarsfrihedsgrunde⁷⁶

Et børsnoteret selskabs erstatningsansvar kan ligesom prospektsituationen vurderes i forhold til deres oplysningsforpligtelser og generelt set alle de informationer, som selskab og ledelsen heraf offentliggør til markedet. Det kan være, at ledelsen udtaler sig for optimistisk eller giver markedet deciderede mangelfulde eller misvisende informationer i en børsmeddelelse, eller i nogle tilfælde ligefrem helt holder konkrete informationer tilbage for markedet og dermed forholdet sig passivt i deres informationsaflæggelse. Der vil derfor i specifikke omstændigheder kunne være tale om et erstatningsansvar, hvis markedsdeltager, investorer m.m. handler på baggrund af netop disse oplysninger, som er misvisende eller mangelfulde.⁷⁷

Det kan ofte i praksis være endnu sværere at påvise erstatningsansvar overfor misvisende eller manglende løbende oplysningsforpligtelser, da det kan være vanskeligt i sager at bevise, at det tab, man har lidt, har direkte årsagssammenhæng med børsmeddelelser eller udtalelser, som har været misvisende eller mangelfulde. Ydermere vil det være lige så vanskeligt at påvise, at ledelsen har handlet ansvarspådragende efter den givne information. Det skal dermed kunne bevises, at ledelsen har handlet direkte forkert og burde have ageret på anden vis.⁷⁸ Som Werlauff og Schaumburg-Müller påpeger:

"Enhver topledelse har forhåbninger til fremtiden, og lufter dem også gerne".⁷⁹

Det står derimod klart, at hvis det i en given sag vurderes, at der er klart vildledende eller direkte forkerte informationer i en konkret børsmeddelelse, så kan dette give en anderledes sag, der ikke vil forekomme ligeså vanskelig som før diskuteret. Det vil endvidere betyde, at bevisbyrden for personen eller personer, som har lidt et tab, formentlig vil være nemmere at løfte. I UfR 2000.2176 H, om Commercial, ses dette tydeligt, hvor et pengeinstitut som emissionsinstitut offentliggjorde en misvisende selskabsmeddelelse, som ledte til, at

⁷⁶ eLov: "Juridisk ordbog – Culpareglen"

⁷⁷ Werlauff, Erik & Schaumburg-Müller, Peer: "Børs- og kapitalmarkedsret" (2012) – s. 380

⁷⁸ Op.cit. – s. 381

⁷⁹ Op.cit. – s. 381

pengeinstituttet blev pålagt et erstatningsansvar.⁸⁰ Commercial-dommen behandles yderligere i afsnit 4.1.3 *Tabsopgørelse*.

4.1.1 Betingelser for ansvar

Overordnet set består Culpa-reglen af tre primære elementer. Det første element omhandler det *hændelige*, som er et udtryk for noget, som sker, uden at der kan påvises skyld til en given person eller virksomhed. Der vil dermed ikke blive ifaldt et erstatningsansvar, hvis der er handlet hændeligt, da skylden for et tab på eksempelvis køb eller salg af aktier, ikke kan blive givet til udsteder eller udsteders manglende opretholdelse af sine oplysningsforpligtelser.⁸¹

Det andet element omhandler *uagtsomhed*, og her vil det være mere relevant at snakke om skyld. Uagtsomhed er, når der er handlet udenfor den sædvanlige norm for området, og der er dermed ikke handlet, som man burde. Uagtsomhed vil typisk blive betegnet med ordene "fej" eller "forsømmelse", da handlingen, der har forårsaget et tab, ikke er blevet begået med forsæt. Indenfor uagtsomhed vil der være to variationer: Simpel uagtsomhed og grov uagtsomhed. I almindelig retspraksis vil det typisk være den simple uagtsomhed, der er tilstede i den praktiske erstatningsret. Når der forekommer grov uagtsomhed, vil det være udtryk for, at personen eller selskabet har handlet velvidende om, at der kan forekomme et kausalt tab for investorer, og de har dermed negligeret en indlysende fare. Man behøver nødvendigvis ikke at have handlet for at være uagtsom i en situation. Man kan enten være aktiv eller passiv uagtsom, og ledelsesmedlemmer kan dermed også have handlet uagtsom ved ikke at have gjort noget i en given situation, som har ledt til et tab for investorer, og ledelsesmedlemmer har dermed være ansvarlig for egen passivitet, hvis denne passivitet bliver et udtryk for uagtsomhed.⁸²

Det tredje og sidste element omhandler *forsæt*. I denne del har personen eller virksomheden handlet direkte forsættigt, og det kan dermed både føre til strafansvar samt erstatningsansvar, hvis en given handling har brudt virksomhedens oplysningsforpligtelser, og dette har betydet, at investorer har lidt et kausalt tab.⁸³ Som udgangspunkt så er handlingen culpøs, hvis der ikke er udvist den agtpågivenhed, som en fornuftig og kompetent person ville have udvist, hvis denne havde været i samme situation. En vurdering om hvornår der konkret foreligger culpa, i hvert fald i forhold til erstatningssager af børsnoterede selskab og/eller deres ledelse, vil af sagens natur indebære en vurdering af den givne handling imod specifikke og anerkendte adfærdsmønstre. Dette kan eksempelvis være normer, retspraksis, lovgivning eller

⁸⁰ Werlauff, Erik & Schaumburg-Müller, Peer: "Børs- og kapitalmarkedsret" (2012) – s. 381

⁸¹ Werlauff, Erik: "Erstatningsansvar i selskabsforhold" (2016) – s. 14

⁸² Op.cit. – s. 14

⁸³ Op.cit. – s. 15

forskrifter. Rent betingelsesmæssigt så vil der først og fremmest skulle være udvist culpa (altså skyld), hvis investorer mv. skal søge efter nogen form for fodfæste i en erstatningssag over for et børsnoteret selskab og deres brud på reglerne om de løbende oplysningsforpligtelser.

4.1.2 Kausalitet

Herefter vil det påkræve, at den culpøse handling skal have sammenhæng med et tab og dermed forårsaget det. Dette vil være kausaliteten, hvor der skal bevises årsagssammenhæng mellem culpa og tab. Det skal hermed bevises, at det er den udviste culpa (i form af handling eller undladelse heraf), der har ført til det lidte tab, når kausaliteten skal bedømmes. Det er statueret i flere tilfælde i retspraksis, at der skal forelægge kausalitet, når erstatningsansvar skal vurderes. Dette ses bl.a. i UfR 2015.2075 H, om Memory Card, UfR 2000.595 H, om Hope Computer, og UfR 2000.2176 H, om Commercial. Herved skal man vurdere og ligestille det aktuelle forløb med et hypotetisk forløb, som skal repræsentere et givent tidsforløb, hvor selskabet eller ledelsen havde handlet korrekt. Den forskel, som forekommer imellem det hypotetiske forløb og det aktuelle forløb, vil således være med til at vurdere det givne tab, som skal erstattes.⁸⁴

Det vil derfor blive krævet, at der skal være handlet culpøst, og at den pågældende culpøse handling har været årsagen til, at en investor eller anden har lidt et tab. Det følger ligeledes heraf, at en culpøs handling i sig selv ikke har ledt direkte til et tab, og der forekommer derfor ikke en sammenhæng imellem den konkrete handling og det efterfølgende lidte tab. I disse tilfælde vil der højst sandsynlig være tale om en frifindelse af et erstatningskrav.⁸⁵

I UfR 2015.2075 H om Memory Card kunne der ikke påvises kausalitet. Der blev igennem sagen bevist, at der forekom alvorlige fejl i selskabets årsrapport, da man havde foretaget uberettiget opskrivninger, samt angivet fiktive tilgodehavender, men dette var selskabets revisorer ansvarlige for. Det blev hertil bedømt, at selv hvis selskabets regnskab havde været korrekt på daværende tidspunkt, så ville bestyrelsen ikke have omstillet eller standset deres drift. Derved kunne revisorerne ikke drages til ansvar for den pågældende forøgelse af gældsbyrden i selskabet. Det blev derved konkluderet, at aktivernes forkerte værdiansættelse på 100 mio. kr. ikke i sig selv førte til, at selskabet havde lidt et decideret tab på de pågældende 100 mio. kr.⁸⁶

⁸⁴ Werlauff, Erik: *"Erstatningsansvar i selskabsforhold"* (2016) – s. 16

⁸⁵ Op.cit. – s. 16

⁸⁶ Op.cit. – s. 16

I UfR 2013.1107 H om bankTrelleborg blev der derimod påvist kausalitet. I forbindelse med bankens børsnotering forekom der fejl i prospektet, da man ikke havde oplyst om en håndpantstætning på næsten en halv milliard. I forbindelse med børsnoteringen var der garantier i Sparekassen sparTrelleborg, som konverterede deres garantkapital til aktier i den nystiftede bankTrelleborg. Garanterne ville ikke have tabt deres garantkapital, hvis de ikke havde accepteret den givne konvertering. Højesteret fastslog derfor, at der var en årsagssammenhæng mellem den pågældende fejl i prospektet og det tab, som personerne, der tidligere havde været garantier, havde lidt.⁸⁷

Landsretten havde i begge domme vedrørende Memory Card og dommen om bankTrelleborg i første instans fundet, at der forekom kausalitet i sagen. Højesteret fastslog dermed, at der til gengæld ikke forekom kausalitet. Disse forskellige vurderinger viser, at der kan forekomme forskellige vanskeligheder, når kausalitet skal bedømmes. Der kan derfor være forskellige meninger om, hvorvidt en given fejl har haft en direkte sammenhæng med et givent tab, som en investor har lidt. Der blev igennem Højesteret holdt fast ved, at det var de almindelige erstatningsretlige betingelser, det blev lagt til grund for den pågældende årsagssammenhæng mellem det lidt tab og den formodede fejlhandling. Hertil skal det også nævnes, at det igennem Højesterets praksis fremgik, at jo grovere en fejl (culpa) er, desto mindre bevisbyrde kan der blive krævet for årsagssammenhængen. Selvom der nogle tilfælde kan kræves mindre bevisbyrde for årsagssammenhæng, hvis den pågældende sag åbner op for det, så vil man aldrig helt kunne undvære en eller anden form for bevis af en gældende årsagssammenhæng, som må have fundet sted.⁸⁸

Man vil herved i erstatningssager ofte se en argumentation fra de sagsøgte, som kræver tre dele – dette er specielt vist i selskabsretlige erstatningssager:

1. Sagsøgeren skal påvise culpa
2. Sagsøgeren skal påvise tilstedeværelsen af kausalitet
3. Foreligger der nogen form for egen skyld og/eller accept af risiko hos skadelidte selv

Det 3. punkt bliver behandlet i senere afsnit *4.3 Accept af risiko*.

Der blev i UfR 2014.1346 H om eHuset, vist et centralt punkt vedrørende kausalitetskravet. Der var begået en fejl af selskabets revisorer, og det viste sig endda, at der var tilsidesat god

⁸⁷ Werlauff, Erik: "Erstatningsansvar i selskabsforhold" (2016) – s. 16

⁸⁸ Op.cit. – s. 17

revisorskik, da revisionen af årsrapporten blev udført. Der blev i den anledning rejst krav overfor revisor – både fra banken, som var långiver, og fra boet selv ud fra den opfattelse, at det professionelle arbejde burde være stoppet tidligere. Revisor blev i denne sag frifundet både overfor banken og boet.⁸⁹

I tilfældet med eHuset, så blev det vurderet, at der ikke var grund til at antage, at banken havde ageret på anden vis, hvis disse årsregnskaber var blevet udført korrekt. Der blev hertil vurderet, at de givne korrektioner til årets resultat i sig selv ikke havde haft en effekt på bestyrelsens positive forventninger til fremtiden. I forhold til boet blev det derfor vurderet, at der ikke var grundlag for at antage, at bestyrelsen havde handlet på anden vis, hvis det var de korrekte regnskaber - revideret i overensstemmelse med god revisionsskik - som bestyrelsen havde været præsenteret for.⁹⁰

4.1.3 Tabsopgørelse

Det anføres i en artikel af Schaumburg-Müller og Werlauff (U.2013B.198), at Højesteret i Hafnia-sagen havde antagelser om en formodning for kausalitet, og der derved gjaldt et afsvækket kausalitetskrav på baggrund af væsentlige mangler eller klare fejl i prospektet. Hvis der bliver påvist klare fejl eller væsentlige mangler i et prospekt, som betyder at det ikke opretholder et korrekt helhedsbillede, må den børs- og kapitalmarkedsretlige erstatningsret være klargjort til at reducere kravet om kausalitetsbevis imellem den culpøse handling og det efterfølgende lidte tab. Et sådan formindsket kausalitetskrav bliver anført af Højesterets dom i bankTrelleborg, men også tidligere anført i UfR 2000.2176 H om Commercial.⁹¹

Det blev af Commercial-sagens afgørelse fastslået, at investorer kan få vanskeligheder ved at påvise tilstrækkeligt kausalitetsbevis, hvis man følger de traditionelle kausalitetskrav. Dette vil være aktuelt, hvis det bliver påvist, at selskabet har udvist culpøst adfærd. Det ses derfor, at opstillingen af et afsvækket kausalitetskrav, som i UfR 2000.2176 H om Commercial, må være for at beskytte investorerne.⁹²

På dette område er det i et vist omfang i dansk retspraksis vist, at der kan forekomme en opstilling af en forhåndsformodning af en transaktionsforbindelse. I Commercial-sagen viste det sig, at der var købt aktier tæt på emissionstidspunktet, hvor Commercial offentliggjorde en misvisende selskabsmeddelelse (den 1. februar 1990). Igennem denne selskabsmeddelelse

⁸⁹ Werlauff, Erik: *"Erstatningsansvar i selskabsforhold"* (2016) – s. 17

⁹⁰ Op.cit. – s. 43

⁹¹ Peer Schaumburg-Müller, Erik Werlauff: *"Efter Trelleborg - om emittentselskabets eget prospektansvar"* i U.2013B.198 – s. 204

⁹² Werlauff & Moalem: *"Værdipapirhandelsloven med kommentarer"* (2006) – s. 254

tydeliggjorde Commercial ikke, at ledelsesmedlemmer havde tegnet en større mængde af det udbudte aktiebeløb igennem selskaber, som de selv ejede. Selvom der blev fundet klare fejl i sagen, så blev Commercial frifundet af Østre Landsret og Sø- og Handelsretten. Både i Sø- og Handelsrettens dom (23. februar 1999) og i Østre Landsrets dom (3. september 1998) var den tidsmæssige periode, hvor investorerne beholdt deres aktier på trods af fald i aktiekursen, yderst betydningsfuldt. Det blev hermed vurderet, at der ikke fandtes tilstrækkeligt bevis for kausalitetskravet, men efterfølgende kom Højesteret umiddelbart med en lidt anden holdning, som der i sig selv også var mere eftersat af investorerne. I denne sag blev det af Højesterets syv dommere tydeliggjort, at hvis der forekommer nogen form for tvivl om de individuelle investorers intentioner, hvis alle væsentlige informationer var offentliggjorte og korrekte, så må denne tvivl ikke komme banken til gode – altså den sagsøgte, som har handlet culpøst. Hertil blev det af Højesteret også anført, at senere kursrelevant information, som kan have evnen til at korrigere eller helt erstatte en tidligere ukorrekt information, i sig selv må kunne begrænse den tidsmæssige periode, hvor det kan anses, at den originale misvisende information har årsagssammenhæng med investors beslutningsgrundlag.⁹³

Antagelser og erfaringer i retspraksis kan være med til at påvirke det pågældende kausalitetskrav, men de vil ikke kunne direkte erstatte kravet til et konkret kausalitetsbevis. Selv med almindelige antagelser og erfaringer indenfor et givent område, så vil kausalitetsbeviset stadig være påkrævet. Igennem Højesterets domme af Memory Card og e-Huset blev der holdt fast i kravet om kausalitetsbevis, men disse krav vil ikke udelukke, at niveauet for samme ikke kan være dynamisk afhængigt af culpas grovhed. Det kan hermed ses, at hvis der er udvist grove uagtsomme forsømmelser, så kan omfanget af disse være med til formindske kravet til kausalitetsbeviset, og efter bemærkninger af Højesteret i UfR 2000.2176 H om Commercial, bliver det fastslået, at nogle forhold kan medføre en kausalitetsformodning.⁹⁴ Det må hermed også ses af Commercial-dommen, at tabsopgørelsen skal vurderes efter et givet tidspunkt, og fondsboersmeddelelser har dermed ikke en ubegrænset levetid – også selvom disse fondsboersmeddelelser indeholder mangelfulde eller misvisende informationer.⁹⁵

Det må efter Commercial-dommen vurderes, at en sags resultat afhænger af en konkret kausalitetsvurdering, og hertil vil tabsopgørelsen i en erstatningssag skulle indeholde en vurdering af levetiden af en misvisende eller forkert fondsboersmeddelelse, hvis sagen kalder for det. Det må som udgangspunkt bedømmes, at en sådan fondsboersmeddelelse vil kunne erstattes af en regnskabsmeddelelse eller en senere fondsboersmeddelelse, som indeholder

⁹³ Werlauff & Moalem: *"Værdipapirhandelsloven med kommentarer"* (2006) – s. 255-256

⁹⁴ Erik Werlauff: *"Selskaberstatningsrettens »tilpasningspunkt«* i U.2015B.244 – pkt. 11

⁹⁵ Werlauff & Moalem: *"Værdipapirhandelsloven med kommentarer"* (2006) – s. 256

informationer, der kan korrigere de tidligere nævnte informationer af den forrige fondsbørsmeddelelse.⁹⁶

4.1.4 Adækvansbetingelsen

Det næste krav efter kausalitet vil være, at der skal foreligge adækvans, dvs. påregnelighed. Dette betyder, at det tab som investoren har lidt, ikke må være pådraget på en helt unormal eller upåregnelig måde. Når adækvans begrebet skal ses i praktiske erstatningsager, og hermed hvor stor en rolle denne betingelse spiller, så vil det umiddelbart ses, at den forekommer forholdsvis sjældent. I størstedelen af de praktiske erstatningsager ses det dermed, at adækvans betingelsen ikke vil spille en betydelig rolle, men hertil skal det bemærkes, at selvom dens rolle forekommer relativt lille, så kan den ikke fratages fuldstændig fra bedømmelsen og skal stadig overvejes og vurderes i forhold til den givne sag.⁹⁷

I særlige tilfælde kan adækvansbetingelsen være med til at give en situation, hvor der både er udvist og påvist culpa, et tab og årsagssammenhæng imellem både culpa og tabet, men det børsnoterede selskab – eller ledelsen – bliver alligevel frifundet, hvis adækvansbetingelsen spiller en rolle i den givne sag. Man kan altså stå med påvist culpa og et kausalt tab heraf, men hvis tabet bliver vurderet til at være påtaget på upåregnelig vis eller af atypiske grunde, så kan dette ændre situationen. Eksempler på netop sådan en situation er ikke lige så typiske, som sager hvor adækvansbetingelsen ikke finder sted. I forhold til adækvansbetingelsen kan der her nævnes UfR 2005.523 H, om Molsfærgeren. Molsfærgeren havde foretaget en manøvre, som skabte bølger i vandet. Disse bølger nåede ind til havnen og skadede diverse skibe. Selvom der forekom en kausal skade, så blev der her ikke anset nogen form for adækvans, da det var upåregneligt. Hertil blev der i UfR 2012.524 H, omhandlende en afskedigelse, derimod fundet adækvans. Den pågældende afskedigelse blev udført på en ydmygende måde, og denne udførsel ledte til senere psykiske gener for skadelidte, hvorfor der i denne sag blev vurderet, at der forelå adækvans.⁹⁸

Rent børsretligt lader det ikke til, at adækvansbetingelsen har den samme betydning i tidligere afgørelser i forhold til den almindelige erstatningsret. Dette betyder ikke, at betingelsen ikke skal indgå i bedømmelsen af selve ansvarsgrundlaget. Man så i Hope Computer-afgørelsen, at Højesteret tog kortfattet stilling til adækvansbetingelsen. Det fremgår også i UfR 2002B.437, at Højesteret ikke vil foretage en isoleret stilling til denne betingelse i den nyere domspraksis. Her har Werlauff og Schaumburg-Müller efterfølgende i UfR 2002B.437 udtalt, at: *“Negativ*

⁹⁶ Werlauff & Moalem: *“Værdipapirhandelsloven med kommentarer”* (2006) – s. 256

⁹⁷ Werlauff, Erik: *“Erstatningsansvar i selskabsforhold”* (2016) – s. 17

⁹⁸ Op.cit. – s. 17

information har en negativ kurseffekt".⁹⁹ Denne udtalelse var anført i forbindelse med emissions- og prospektansvar, men man også kunne diskutere relevansen for krav til selskabets løbende oplysningsforpligtelser. Positiv eller negativ information for selskabet, der kan være mangelfuld eller misvisende, vil kunne resultere i et tab for investorer. Det gælder enten for investorer, der lige har købt, eller investorer der lige har solgt, alt afhængig af om den manglende information er positiv eller negativ.¹⁰⁰

4.2 Retsstridighed

Der skal foreligge en såkaldt retsstridighed, hvis der skal kunne gøres erstatningsansvar. Retsstridighed er et begreb, der udnyttes når en udvist handling, eller mangel af samme, er i uoverensstemmelse med normen. Retsstridighedsbetingelsens er dog et forholdsvist usikkert udtryk, når dette skal benyttes i retspraksis, og det vil derfor ofte ikke blive benyttet under konkrete erstatningssager. Hvis der ikke forekommer en norm, der vil være med til at bestemme spørgsmålet af retsstridigheden, så mener retsstridighedsbetingelsen, at handlingen skal efterprøves for at se, om den tilegner sig nyttevirkning. En betingelse med sådanne usikkerheder for erstatningsansvar kan dermed ikke udgøre en større rolle i retspraksis for erstatningssager, og det ses endda, at spørgsmålet om retsstridighed og culpa bliver bedømt under et. Det vil derfor være selve bedømmelsen af handlingen selv, og om den har været uforsvarlig, der vil være afgørende for sagen.¹⁰¹

Som tidligere nævnt er det ikke muligt at læse, hvad der konkret skal til for at påvise skyld og ifalde ansvar for tab i børns- og kapitalmarkedsretlige regler, og vurderingen for hvornår en person eller selskab kan ifalde sig ansvar for et kausalt tab vil derfor alene findes i erstatningsansvarsloven. Dette vil også være tydeliggjort i retspraksis som sagerne U.2002.2067 om Hafnia, UfR 2013.1107 H om bankTrelleborg og UfR 2015.2075 H om Memory Card.

4.3 Accept af risiko

Den egen skyld, som investoren potentielt har pålagt sig igennem handel af aktier, er relevant i erstatningssager, hvis investoren føler, at der er lidt et tab på grund af selskabets manglende offentliggørelse af information. Investors egen accept af risiko skal derfor vurderes.

Den 13. august 2014 afsagde SØ- og Handelsretten dom i en sag omhandlende Amagerbanken og en tidligere aktionær, som krævede erstatning for ca. 130.000 kr. af Amagerbankens

⁹⁹ Werlauff, Erik og Peer Schaumburg-Müller *"Efter Hafnia – status over prospekt- og emissionsansvaret i dansk ret"* i UfR 2002B.437 – s. 446

¹⁰⁰ UfR 1997B.456

¹⁰¹ Werlauff, Erik og Peer Schaumburg-Müller *"Efter Hafnia – status over prospekt- og emissionsansvaret i dansk ret"* i UfR 2002B.437 – s. 438-439

konkursbo. Her mente den tidligere aktionær, at Amagerbanken ikke havde opfyldt sine oplysningsforpligtelser, og at Amagerbanken derved havde informeret markedet mangelfuldt i forhold til den økonomiske situation. Den tidligere aktionær mente derfor, at hans køb af aktier var gjort på falske forudsætninger, da den tilgængelige information om Amagerbanken ikke var retvisende.¹⁰²

Af sagens afgørelse blev det anført, at Amagerbankens ledelse havde siddet med intern viden, som de ikke havde offentliggjort, vedrørende bankens økonomiske situation. Der var heriblandt information om usikkerheder om værdien af selve bankens ejendomsportefølje. Den tidligere aktionærs krav blev derfor støttet på baggrund af disse oplysninger, og formodningen om, at informationen havde været medvirkende til faldet i aktiekursen samt givet kausalitet til aktionærens lidte tab.¹⁰³

Det vil herved fremgå, at der forekommer to bemærkelsesværdige elementer ved afgørelsen af Sø- og Handelsretten:

1. Hvornår aktionærens accept af risici er gældende.
2. Hvornår intern viden vil forekomme og er påkrævet at offentliggøre, fordi det har markant kursrelevans.¹⁰⁴

Hvornår gør investors accept af risici sig gældende?

Det første punkt vil have aktionærens accept af risiko som omdrejningspunkt. Det vil hermed omhandle aktionærens egen indsigt og viden i Amagerbanken og dens økonomiske situation. Det blev senere klargjort i sagen, at inden aktionæren havde foretaget sine køb af aktierne, så havde han også lavet sin egen grundige undersøgelse i banken og dennes situation. Efter dette blev klargjort, afgjorde Sø- og Handelsretten, at det måtte antages, at aktionæren havde været bekendt med en risiko, der lå i købet af aktierne. Det blev på baggrund af dette bedømt, at aktionæren havde accepteret risikoen af disse aktiekøb, og aktionæren dermed ikke kunne kræve erstatning for sit lidte tab.¹⁰⁵

Hvornår er det påkrævet af ledelsen at offentliggøre intern viden?

Sø- og Handelsretten fastslog, at efter Amagerbankens omstændigheder i den foregående periode, så havde banken først den påkrævede viden til at træffe en fornuftig beslutning om

¹⁰² Horten: "Hvornår ved en aktionær for meget til at kunne kræve erstatning?"

¹⁰³ Udskrift af Sø- og Handelsrettens dombog, sag P-35-12

¹⁰⁴ Op.cit.

¹⁰⁵ Op.cit.

disse usikkerheder efter et af deres bestyrelsesmøder, som lå 3. februar 2011. Denne beslutning endte med, at Amagerbanken foretog sig nedskrivninger på deres ejendomsportefølje, og denne beslutning blev offentliggjort 6. februar 2011. Amagerbanken blev frifundet, fordi disse datoer lå efter aktionærens aktiekøb. Efter dommen kan det hermed ses, at resultatet har stor indflydelse på selve vurderingen af aktionærens egen bevidsthed om risikoen ved aktiekøbet. Af dommens resultat bliver det belyst, hvordan det erstatningsretlige grundlag for et krav ikke er gældende, hvis sagsøgeren igennem aktiekøb har accepteret risiko ved købet, og denne risiko på senere tidspunkt bliver en realitet.¹⁰⁶

Dommen fra Sø- og Handelsretten påviser, at hvis en aktionær har en stor indsigt i selskabet og dets situation på tidspunkt for det givne aktiekøb, så kan muligheden for at gøre erstatningskrav være enten formindsket eller fuldstændig afskåret i sig selv. Dette kan ske, hvis der vurderes, at aktionæren på tidspunktet for aktiekøb var bevidst om selskabets vanskeligheder eller kursrelevant information, som kan være en risiko på længere sigt. Ydermere blev det i dommen gjort klart, at aktionæren mente, at det var en særlig culpa-bedømmelse, der måtte gøre sig gældende. Han mente, at der måtte forekomme en skærpet culpa-vurdering og en særlig culpa-norm, når det kom til henholdsvis selskabets overholdelse af VPHL § 27 og det ansvar, som selskabet ifalder sig ved aktiehandel. Sø- og Handelsretten afviste til gengæld denne mening fra aktionæren.¹⁰⁷

Det blev igennem dommen af Amagerbanken belyst, at selskabets ledelse kan udskyde offentliggørelsen af intern viden, hvis der sammenholdt med udskydelsesperioden, bliver udført handlinger, som søger, at ledelsen tilegner sig et nødvendigt overblik over selskabets situation.

4.4 Professionsansvar

Det erstatningsansvar, som rådgivere og revisorer m.fl., kan ifalde sig, skal ske efter en bevidst culpanorm. Denne vil sagsøger som udgangspunkt have bevisbyrden overfor. Handlinger, som rådgivere foretager sig, skal bedømmes som et professionsansvar, og her vil det betyde, at der bliver vurderet i forhold til god skik og normer i branchen, som selvfølgelig ligger indenfor den givne profession, som personen er tilegnet. Målestokken for vurderingen af culpa kan derfor sondres alt efter de forskellige normer i forskellige brancher. Professionsansvaret vil derfor af sagens natur ifalde sig et såkaldt skærpet culpaansvar, som derved udelader eventuelle individuelle undskyldningsgrunde, som personen kan have, hvis de pågældende normer og almindelige forretningsgange er brudt. Man kan derfor diskutere,

¹⁰⁶ Horten: "Hvornår ved en aktionær for meget til at kunne kræve erstatning?"

¹⁰⁷ Op.cit.

om en sådan ansvarsnorm i sig selv vil indeholde en vis grad af objektivisering, men det vil dog ikke fremstå som et decideret objektivi ansvar.

Culpavurderingen vil derfor tage sit udspring i den almindelige udøver af professionen – hvad ville en fornuftig person i samme situation gøre – idet der er en vis opfattelse og krav af professionsudøverens kvalifikationer og evner indenfor emnet. Denne skærpelse af ansvarsnormen vil det derfor have betydning for, hvad man kan og bør forvente af en sådanne professionsudøver på baggrund af deres viden og kompetencer. Hvis der er sket en overtrædelse af de fastsatte branchenormer og kutymer, som kan påvises, så kan det danne en tendens til at vurdere efter en skyldformodning. Selvom der forekommer en skyldformodning, så vil der dog ikke forekomme et direkte præsumptionsansvar, men snarere et objektivi ansvar. Normen for professionsansvaret kan ses som en dynamisk retsstandard, idet der løbende bliver skærpet indenfor kapitalmarkedets ansvarsnormer. Udviklingen i branchers reguleringer, normer og kutymer vil derfor være med til at opdatere, hvordan professionsansvarsnormen bliver vurderet.¹⁰⁸

Bedømmelsen af det professionsansvar, som en revisor kan ifalde sig igennem en retsstridig handling, vil stadig være med afsæt i culpa. Ved en sådan bedømmelse, så vil det tage udgangspunkt i en revisors forpligtelser overfor de pågældende arbejdsområder. Den culpanorm, som en revisor bliver bedømt på, vil indeholde elementer af de faglige kompetencer, som det er forventet, at revisoren burde have. Det vil her ses, at denne bedømmelse af culpanormen lægger sig op ad de krav, som er stillet til revisoren igennem Revisorloven § 16, der handler om god revisorskik.¹⁰⁹

Som tidligere beskrevet vil en revisors erstatningsansvar være med udgangspunkt i et professionsansvar, og culpavurderingen vil dermed være bedømt efter den givne norm på området, der indeholder revisorens påpasselighed og faglige kundskaber, og om disse er udvist korrekt i henhold til professionen. Det vil derfor være altafgørende i en vurdering af professionsansvaret at få klargjort, hvad der er forsvarligt at gøre igennem professionens opgaver og handlinger. Det vigtigste i professionsansvaret vil derfor være, at der bliver udført en særlig sagkyndig indsats igennem udførelsen af arbejdsopgaver, og disse forpligtelser, som er påtaget igennem professionen, skal derfor behandles på professionel vis og med de faglige kompetencer, der forventes. Hertil skal det siges, at hvis en revisor udføre arbejde, som ligger udenfor hvad man kan forvente af revisor (dette kan for eksempel være specifik rådgivning),

¹⁰⁸ Ulfbeck, Vibe: "Erstatningsretlige Grænseområder" (2010), s. 31

¹⁰⁹ Hansen og Werlauff "Den juridiske metode – en introduktion" (2013) – s. 96-97

så vil ansvarsbedømmelsen kunne reduceres til en mildere målestok, hvis revisor gør opmærksom på, at arbejdet bliver udført som ikke sagkyndig.¹¹⁰

Det ses ofte i retspraksis, at et professionsansvar bliver betragtet og behandlet som et skærpet culpaansvar. Dette sker, fordi der er en formodning om, at revisor besidder de revisionsfaglige kompetencer, der er påkrævet i en revisors funktion. Dette vil også betyde, at revisoren ikke har de samme individuelle undskyldningsgrunde, som et medlem af ledelsen kan have. Der ses hermed en tydelig forskel imellem professionsansvar (der bliver set som et skærpet culpaansvar) og det almindelige culpaansvar igennem individuelle undskyldningsgrunde.¹¹¹ Denne afgørende forskel imellem de to culpaansvar er også illustreret i U.2002.2067H (Hafnia-sagen).

4.4.1 Hafnia

U.2002.2067 H om Hafnia var en sag, der angik Hafnias prospekt, og søgsmålet omhandlede derved, at Hafnias børsprospekt ikke var retvisende. Retssagen omhandlede både erstatningskrav overfor bank, tre revisorer og selskabets administrerende direktør og bestyrelsesformand. Dette skyldtes, at sagsøgeren mente, at banken og revisorerne burde have handlet på anden vis i forhold til emissionen og ledelsesmedlemmer fra Hafnia på grund af det misvisende børsprospekt.¹¹²

Efter Sø- og Handelsrettens bedømmelse var prospektet misvisende og mangelfuldt, da de oplysninger, som var givet, ikke gav et tilfredsstillende helhedsbillede. Der var heriblandt nogle afgørende problemstillinger, men som burde have været belyst.¹¹³ Der blev igennem sagen lagt vægt på af Sø- og Handelsretten, at ledelsesmedlemmerne, som var stillet til erstatningsansvar, havde tiltrådt deres givne stillinger på et tidspunkt, hvor prospekt næsten var fuldendt, og derfor mente Sø- og Handelsretten, at det var begrundet, at ledelsen havde en formodning om, at det pågældende prospekt var udført på korrekt vis.¹¹⁴ Det blev derfor dømt, at ledelsen ikke kunne stå til ansvar for forhold, som var foregået før deres stillingstiltrædelse 2. juni 1992. Det blev til gengæld anført over revisorerne, at det var væsentligt for vurderingen af deres culpaansvar, at de under prospektets udarbejdelse havde kendskab til de pågældende økonomiske forhold i Hafnia.¹¹⁵

Opgaverne, der udføres af revisorerne, og den forpligtelse de er underrettet, er et andet og mere begrænset opgaveomfang end de emissionsinstitutter, der skal have fingeren på pulsen

¹¹⁰ Werlauff, Erik: "Børsretten" (2014) – s. 304

¹¹¹ Op.cit. – s. 310

¹¹² U.2002.2067 H – s. 1

¹¹³ Op.cit. – s. 111

¹¹⁴ Op.cit. – s. 114

¹¹⁵ Op.cit. – s. 115

igennem alle selskabets forpligtelser, skal udføre. Det vil være afgørende, når et revisoransvar kan gøres aktuelt, at en form for overtrædelse eller brud på professionens almindelige handlenormer kan påvises. Det vil derfor være nødvendigt, at der forekommer et pligtstridigt forhold, der støder sammen med gældende lovkrav, god regnskabs- eller revisionsetik, eller specifikt støder sammen med forpligtelser, som en given revisor har påtaget sig igennem aftale eller erklæring.¹¹⁶

4.4.2 God etik

Når en revisors erstatningsansvar diskuteres, og der hermed ses på revisors professionsansvar, så vil det også være relevant at se på god etik indenfor revisors handlinger og udførelse af arbejde. Revisorloven § 16 siger således:

"Revisor er offentlighedens tillidsrepræsentant under udførelse af opgaver efter § 1, stk. 2. Revisor skal udføre opgaverne i overensstemmelse med god revisorskik, herunder udvise den nøjagtighed og hurtighed, som opgavernes beskaffenhed tillader. God revisorskik indebærer desuden, at revisor skal udvise professionel skepsis, integritet, objektivitet, fortrolighed, professionel adfærd, professionel kompetence og fornøden omhu ved udførelsen af opgaverne."¹¹⁷

Det er i almindelig retspraksis antaget, at en overtrædelse af de eksisterende god etik-regler i sagens natur indebærer en antagelse om, at der i en vis grad er handlet culpøst.¹¹⁸ Det kan også diskuteres, at de gældende regler om god etik giver en ramme og grundsætning for at udforme et ufravigeligt minimumskrav til, hvad der kan og bør forventes af diverse professionsudøvere, som igennem deres arbejde, er pålagt og omfattet af god etik-reglerne.¹¹⁹

4.4.3 Overtrædelse af god etik-regler

Det kan ikke automatisk antages, at en overtrædelse af god etik-reglerne medfører erstatningsansvar, men en overtrædelse vil indgå som et moment i culpa-bedømmelsen. Dette bliver man påmindet om i FIL §43 a:

¹¹⁶ Werlauff, Erik og Peer Schaumburg-Müller "Efter Hafnia – status over prospekt- og emissionsansvaret i dansk ret" i UfR 2002B.437 – s. 448

¹¹⁷ Revisorloven § 16

¹¹⁸ Ulfbeck, Vibe: "Erstatningsretlige Grænseområder" (2010) – s. 61

¹¹⁹ Halling-Overgaard, Søren: "Advokaters erstatningsansvar" (2011) – s. 66

"Handlinger i strid med regler udstedt i medfør af § 43, stk. 2, pådrager erstatningsansvar i overensstemmelse med dansk rets almindelige regler"¹²⁰

Når man skal vurdere, om en overtrædelse af god skik-reglerne kan medføre erstatningsansvar, så ville det skulle vurderes i henhold til dansk rets almindelige regler. Det ses blandt andet i UfR 2017.1712 H, om Sydbank, hvor en overtrædelse af god skik-reglerne ikke medførte erstatning. En erhvervskunde handlede værdipapirer efter råd fra banken og størstedelen af det blev også lånefinansieret af banken, men under finanskrisen gik erhvervskunden konkurs. Boet forlangte efterfølgende erstatning for tabet, da investorbeskyttelsesbekendtgørelsen blev overtrådt af banken. Men Højesteret slog fast, at Sydbank ikke havde handlet ansvarspådragende, da kunden var klar over risikoen ved investeringerne og de lå inden for hans investeringsformål.¹²¹

Et andet eksempel på, at en overtrædelse af god skik-reglerne ikke automatisk medfører erstatningsansvar, ses i UfR 2018.49 H, hvor Jyske Bank blev frifundet på trods af en overtrædelse af god skik-reglerne. Sagen omhandler spørgsmålet om ugyldighed i en renteswapsaftale efter aftalelovens §30 og §31, samt om renteswapsaftalen kunne tilsidesættes efter aftalelovens §36. Andelsboligforeningen Engskoven havde indgået en renteswapsaftale 2006 for at sikre sig selv imod eventuelle rentestigninger, men finanskrisen medførte store tab, hvorfor Engskoven ikke mente, at Jyske Bank havde vejledt tilstrækkeligt omkring de tilhørende risici ved brugen af renteswaps¹²². Jyske bank var i 2006 underlagt daværende god skik bekendtgørelse nr. 1046 af 27. oktober 2004. Det fremgår af denne bekendtgørelse, nærmere af § 5, stk. 3:

"Rådgivningen skal tilgodese kundens interesser og give kunden et godt grundlag for at træffe sin beslutning. Rådgivningen skal være relevant, retvisende og fyldestgørende. (Banken) skal orientere om de risici, der er relevante for kunden"¹²³

Højesteret fandt, at Jyske Bank ikke havde handlet i overensstemmelse med den daværende god-skik bekendtgørelse, men dette medfører som tidligere nævnt ikke automatisk erstatningsansvar. Højesteret fandt ikke, at Jyske Bank havde handlet ansvarspådragende, da

¹²⁰ FIL §43 a

¹²¹ UfR 2017.1712 H

¹²² UfR 2018.49

¹²³ Bekendtgørelse nr. 1046 af 27. oktober 2004. § 5, stk. 3.

renteswapsaftalen kunne sikre andelsboligforeningen mod rentestigninger, og at Jyske Bank ingen større økonomisk præmie havde ved, at Engskovven valgte renteswapsaftalen. Desuden mente Engskoven, at Jyske Bank ikke havde informeret om, at tabet ved et rentefald vil være større end gevinsten ved en tilsvarende rentestigning. Højesteret slog fast, at Jyske Bank ikke var forpligtet til at informere om dette inden indgåelsen af renteswapsaftalen, da Finansrådets responsum vurderede, at der ikke var nogen fast pengeinstitutspraksis for rådgivning om sådanne forhold. Højesteret fandt derfor ikke mangler ved bankens rådgivning, som kunne medføre, at renteswapsaftalen var ugyldig efter aftalelovens §30 og §31, eller at aftalen kunne tilsidesættes efter aftalelovens §36. Derudover kunne bankens manglende rådgivning ikke danne grundlag for et erstatningskrav.¹²⁴

4.4.4 Fordele og ulemper ved god skik-reglerne

Der er mange fordele ved reglerne om god skik, og overordnet set bidrager de til, at vi har et velfungerende finansielt marked, som kunderne har tillid til. Reglerne om god skik udfyldes af personer, som er branchekendte, hvilket medvirker til en større forståelse og tillid til området. Desuden er god skik-reglerne meget fleksible, da de kan tilpasses, uden en lovændring er nødvendig, hvilket medvirker til en dynamisk rets udvikling. De er i høj grad også adfærdsregulerende og er med til at forebygge fremtidelige konflikter ved spørgsmålet om ugyldighed og erstatningsvar.¹²⁵

Ulemperne ved god skik-reglerne er, at man i mange tilfælde har svært ved at vurdere, hvad der præcist gælder på det pågældende tidspunkt, hvilket skaber en form for rets-usikkerhed. En anden ulempe er, at man aldrig er kommet helt til bunds med, hvad de civile virkninger på brud kan være, hvilket får stor betydning for spørgsmålet om ugyldighed og erstatningsansvar. Her er det i mange tilfælde derfor nødvendigt med et responsum fra Finans Danmark, som man også så UfR 2018.49 H, hvor højesteret anvendte Finansrådets responsum for at kunne vurdere, hvad der var almindelig pengeinstitutspraksis på pågældende tidspunkt.¹²⁶

4.5 Ledelsesansvar

Der gælder et culpaansvar overfor et selskabs direktion, bestyrelse og tilsynsråd. I forhold til Hafnia-afgørelsen, så man, at Højesteret ikke fik taget stilling til ledelsesansvaret, men det blev derimod tydeliggjort i Sø- og Handelsrettens vurdering, at medlemmerne af ledelsen ikke blev fundet ansvarlige på grund af individuelle undskyldningsgrunde. Begrundelsen var, at

¹²⁴ UfR 2018.49

¹²⁵ Werlauff, Erik: "PowerPoint Lektion 3 – god skik, priser, kontrakter" i faget Finansielle virksomheder – dias 3

¹²⁶ Op.cit. – dias 3

Hafnias administrerende direktør og bestyrelsesformand forklarede, at de på daværende tidspunkt var travlt optaget af andre opgaver, og de lod derfor deres finansielle rådgivere stå for prospektet, som var et af sagens omdrejningspunkter. Sø- og Handelsretten vurderede derved, at denne individuelle undskyldningsgrund lagde et tilfredsstillende grundlag for, hvorfor ledelsen ikke blev fundet ansvarlige, og det kan derfor også vurderes, at ledelsesansvaret er mere lempeligt, og en ikke lige så streng culpavurdering, som en rådgiver eller revisor står med i forhold til deres professionsansvar. De individuelle undskyldningsgrunde viser dermed at kunne have en frikendende effekt for ledelsesmedlemmernes erstatningsansvars.¹²⁷

Hertil skal det siges, at der kan forekomme visse situationer, hvor ledelsen kan stå overfor et skærpet ansvar. Det afhænger af ledelsesmedlemmets individuelle kundskab og kompetencer indenfor et givent emne, og begynder dermed mere at ligne professionsansvarsnormen. Dette bliver anført i Betænkning nr. 1498 fra november 2008, s. 41 om modernisering af selskabsloven:

"Udvalgets medlemmer er opmærksomme på, at det i teorien har været diskuteret, om ledelsesansvaret bør sidestilles med et professionsansvar, hvilket i praksis vil være et udtryk for en skærpet culpanorm. Hidtidig domspraksis giver ikke holdepunkter for en sådan skærpet bedømmelse af ledelsesansvaret, men medlemmer af ledelsen, som besidder særlig sagkundskab, som f.eks. advokater, vil dog typisk blive bedømt strengere på områder, hvor deres særlige viden er relevant."¹²⁸

Selskabsloven (herefter SEL) har igennem årene præciseret de opgaver og forpligtelser, som ledelsesmedlemmer skal opfylde. Det kan derfor vurderes, at en præcisering af opgaver, øget detaljering af beskrivelse og nye krav og tiltag vil argumentere for dette skærpede ansvarsgrundlag, som ledelsen kan stå overfor. Med en mere detaljeret og præciseret definition af opgaver og pligter og dermed også normer, så tyder det på, at det er nemmere at ifalde ansvar, hvis der fremstår klare og tydelige rammer for branchenormen. Det vil være vanskeligere at statuere ansvar, hvis der ses, at ledelsesmedlemmets opgaver og pligter ikke er tydeliggjort eller at det er præciseret hvem der har den specifik forpligtelse til en given opgave. Et detaljeret regelgrundlag vil derfor være med til at skabe en skærpelse af ledelsesmedlemmernes ansvarsnorm.¹²⁹

¹²⁷ UfR 2002B.437

¹²⁸ Betænkning nr. 1498 fra november 2008 – s. 41

¹²⁹ Bergenser, Søren: "Tilsynsrådets erstatningsansvar" – s. 215

Hertil kan det vurderes, om et bestyrelsesmedlem, der har specifik og professionel sagkundskab, indenfor de opgaver og pligter, som det givne bestyrelsesmedlem har, skal bedømmes efter strengere krav af culpanorm. I SØ- og Handelsrettens dom om Hafnia blev det anført, at det professionsansvar, som kunne ramme et emissionsinstitut, ikke nødvendigvis vil komme til at ramme emittentselskabets direktion og/eller bestyrelse. Der ses i retspraksis, at ledelsesmedlemmer, som medlemmer af bestyrelsen og direktionen, har en lidt bredere ramme for fejlskøn. Højesteret frikendte alle de sagsøgte i Hafnia-sagen, men retten fik mulighed for sondre mellem ledelsesansvar og professionsansvar. Der vil ikke blive set den samme skærpeelse i ledelsesansvaret, som direktionen og bestyrelsen almindeligvis vil ifalde sig, som der ses af professionsansvaret, der har en strengere ramme for ansvar. Denne forskel vil også være tilstede i forhold til et børsnoteret selskabs oplysningsforpligtelser overfor markedet. Det vil hertil forekomme, at en aldeles afgørende forskel mellem ansvaret for bestyrelsen og et professionsansvar vil være, at konkrete individuelle undskyldningsgrunde kan være en frikendende faktor for ledelsen, og dermed accepteres for dem, men når det kommer til emissionsinstitutter og revisorer, så vil disse individuelle undskyldningsgrunde ikke ses accepteret som frikendende.¹³⁰

4.5.1 Capinordic

UfR.2019.1907 H om Capinordic er en sag, hvor tre ledelsesmedlemmer blev stillet til ansvar for nogle tvivlsomme udlånsengagementer, som var bevilget i perioden 2007-2009. Oprindeligt så Finansiell Stabilitet, at disse tre ledelsesmedlemmer skulle stå ansvarlige for alle tab, der er pådraget af bankens konkurs og som i alt udgjorde omkring 400 mio. kr. Højesteret fastslog heraf, at banken ikke var drevet på en måde, at ledelsen kunne stilles til ansvar for hele konkursen. Det skal dermed være enkelte udlånsengagementer, der skal vurderes efter, og hvis der skal pålægges et erstatningsansvar, så skal det findes efter en konkret vurdering af de individuelle udlånsengagementer. Hertil fastslår Højesteret igennem afgørelsen af sagen, at den ansvarsstandard, som gælder for bankens ledelse, er den samme ansvarsstandard, som gælder for ledelsen af andre selskaber.¹³¹

Det blev af Højesteret bedømt, at ledelsen var ansvarspådragende overfor en række udlånsengagementer, men der var også en række udlånsengagementer, som ledelsen ikke var ansvarspådragende overfor. Der blev gjort et afgørende erstatningskrav på ca. 89 mio. kr. i alt. Hertil skal det nævnes, at der igennem vurderingen af ledelsesansvar blev lagt vægt på, at en del af bankens kunder var personer, som allerede var i ejernes forretningsnetværk, da

¹³⁰ Werlauff, Erik og Peer Schaumburg-Müller "Efter Hafnia – status over prospekt- og emissionsansvaret i dansk ret" i UfR 2002B.437 – s. 448

¹³¹ Højesteret, Sag 226/2015: "Om erstatningsansvar for ledelsesmedlemmer i Capinordic Bank"

Capinordic fik lov til at drive bankvirksomhed i 2006, og det var derfor vigtigt at få klargjort, at ledelsen handlede med bankens interesse, da disse udlånsengagementer blev foretaget.¹³²

Erik Werlauff påpeger i en artikel i *Din§Jura*, at der fra landsretten kom en udtalelse om Capinordic-dommen, som ses at være yderst central for dansk retspraksis om vurderingen af det forretningsmæssige skøn (s. 1261 af dommen):¹³³

"Landsretten finder, at der bør udvises forsigtighed med at tilsidesætte det forretningsmæssige skøn, der er udøvet af Bankens bestyrelse og direktion ved bevillingen af et lån".¹³⁴

Det blev derved i Capinordic-sagen vist, at ledelsens erstatningsansvar dermed bliver vurderet efter det gældende forretningsmæssige skøn, der er ved de arbejdshandlinger, som ledelsen udøver. Selvom Capinordics forretningsmodel blev set som risikabel, så kunne de ikke ifalde sig ansvar for hele bankens konkurs, men der skulle derimod en konkret vurdering af de individuelle engagementer til for at anslå, om ledelsen kunne pådrages ansvaret. Det kan dermed anslås, at det forretningsmæssige skøn – den såkaldte "business judgement rule" – blev anvendt som ansvarsnorm i ledelsens ansvarsvurdering. Dette gjorde sig gældende både i Capinordic såvel som Amagerbank-sagen, hvor netop ledelsens skøn og beslutninger om de konkrete forhold blev benyttet som udgangspunkt for ansvarsvurderingen. Vurderingen af, om skønnet ved de enkelte begivenheder eller forhold er foretaget på et forsvarligt grundlag, vil derfor være centralt for vurderingen af, om en ledelses handlinger har været ansvarspådragende.¹³⁵

4.5.2 Ledelsesansvarsforsikring

Ledelsesansvarsforsikring, der har til henseende at beskytte selskabets ledelse mod erstatningsansvarssager, er ikke et atypisk fænomen indenfor dansk erhvervsliv. Disse ansvarsforsikringer er med til at beskytte ledelsen fra ansvarspådragende handlinger, hvis noget går galt, og kan sågar endda være med til at tiltrække ny og kompetent arbejdskraft.

Danske Banks hvidvaskningsskandale har sat gang i en diskussion netop vedrørende ledelsens ansvarsforsikringer – i hvert fald i selskabet selv. Der er lagt erstatningskrav an mod Danske

¹³² U.2019.1907 – s. 1956

¹³³ Erik Werlauff: "Hvorfor blev Amagerbankens bestyrelse og direktion blankt frifundet"

¹³⁴ Op.cit.

¹³⁵ U.2019.1907 – s. 1957

Banks tidligere topchef, Thomas Borgen, fordi 155 investorer mener, at han bevist har vildledt dem i hvidvasksagen. Thomas Borgen bliver sagsøgt for i alt 2,7 mia. kr. af disse 155 investorer, og denne erstatningssag har givet anledning til, at Danske Banks ledelse har foreslået at forøge den gældende ansvarsforsikringssum og omfanget af forsikringen. På nuværende tidspunkt har Danske Bank en dækningssum på 85 millioner euro (635 millioner kroner), og den vil ledelsen gerne have forøget.¹³⁶ Bestyrelsen mener, at denne dækningssum er for lille, hvis man tager Danske Banks forretningsstørrelse og medfølgende risici i betragtning, men med tidspunktet for dette forslag, så må hvidvaskskandalen samt den efterfølgende erstatningssag mod Thomas Borgen have været en situation, som dette forslag delvis eller måske helt har taget udspring i. Et punkt som også give anledning til en diskussion er, hvorvidt den pågældende forsikring ikke dækker over områder som nye krav om hvidvask, anden relateret økonomisk kriminalitet og sanktionsovertrædelser. Bestyrelsen mener, at dette skal laves om, og at skadesløsholdelsen også skal dække disse tre områder. Dermed kan man se, hvilken betydning Danske Banks hvidvaksagsag potentielt har haft indenfor dette forslag fra bestyrelsen.¹³⁷

Indenfor dette område er der forskellige meninger om, hvad der er forsvarligt at forsikre indenfor ledelsesmedarbejderes ansvar, og hvilke konsekvenser disse forsikringer kan have eller konsekvenser ved mangel af samme. En person, der forsvarer dette forslag, er Lars Krull (seniorrådgiver og bankeksper) fra Aalborg Universitet. Han mener, at det er helt normalt, at diverse selskaber står inde for deres egne medarbejders handlinger, og selskabet tager dermed også ansvar for disse handlinger, hvis der forekommer en situation, hvor det går galt. Hertil mener Lars Krull også, at et sådan forslag kan være med til at formindske risikoen for, at en bank ender med en erstatningssag. Hvis banken står til ansvar for deres ledende medarbejdere og deres handlinger, så vil det kunne gøre det mere virkeligt for banken i sin helhed og ikke kun den enkelte ledende medarbejder. Han udtaler:

*"Hvad ville der ske, hvis sådan en som Thomas Borgen selv hæfter? Så kan nogen måske vinde 200 millioner i en retssag, men de får dem jo aldrig, for så mange penge har han ikke. Der er banken bedre stillet ved at sige 'Lad os da betale dem, og så kan vi komme videre'."*¹³⁸

¹³⁶ Simonsen, Peter og Kristensen, Mick: "Thomas Borgen sagsøgt for 2,7 mia. kr." Finans

¹³⁷ Brahm, Kristoffer og Iversen, Claus: "Forsikringselskaber siger fra: Aktionærerne må selv betale kæmpekrav mod Danske Bank-toppen" Finans

¹³⁸ Molin, Theis Ehler: "Hvem skal betale, når hvidvaskskandalen ruller, og finanserne krakker? Ikke topcheferne, mener Danske Banks bestyrelse" Zetland

Dertil kan det argumenteres, at det også vil være til investorenes fordel, hvis de bliver bedre stillet i forhold til deres mulighed for at genvinde og få udbetalt et kausalt tab, hvis et selskab og hermed ledelsen har forsømt deres forpligtelser.¹³⁹

En kollega af Lars Krull på Aalborg Universitet, Anders Drejer, som er økonomiprofessor, har derimod en anden mening om dette forslag. Det moralske i dette nye forslag og dermed også ledelsens forsikringsordninger vil være argumentet imod forslaget for Anders Drejer. Han udtaler hertil:¹⁴⁰

"Det kan godt være, at de ikke selv har haft fingrene nede i kagedåsen, men hvis de ikke kan styre deres organisation, så har de et objektivt ansvar. Det er jo derfor, at de får se meget i løn."¹⁴¹

Der kan dermed ses, at der vil være forskellige og modsatte holdninger, når det kommer til forsikring af et børsnoteret selskabs ledende medarbejders ansvar overfor markedet. De ledende medarbejdere har været et omdrejningspunkt i Danske Banks hvidvask sag, når det kommer til selve erstatningssagen, som investorer har lagt. Her mener flere, at Thomas Borgen som topchef i Danske Bank på daværende tidspunkt, og tidligere øverste ansvarlig i den estiske filial fra 2009 til 2012 må påtage sig en del af ansvaret for det tab, investorerne har lidt efter et fald i Danske Banks aktiekurs efterfulgt af hvidvaskskandalen.

4.6 Realitetsgrundsætningens betydning for dansk retspraksis

Når et selskabs erstatningsansvar skal vurderes på baggrund af den manglende informationsaflæggelse til markedet, kan det være yderst relevant at se nærmere på skiftet fra markedsmisbrugsdirektivet til markedsmisbrugsforordningen og den efterfølgende udskiftning af værdipapirhandelsloven med kapitalmarkedsloven. På den måde kan man se den effekt, disse nye lovtiltag og ændringer fra EU har haft på dansk retspraksis i forhold til et selskabs oplysningsforpligtelser.

Da VPHL var den gældende lovgivning for dansk værdipapirhandelsret, var et gennemgående princip den såkaldte realitetsgrundsætning. Den såkaldte realitetsgrundsætning vil være beskrevet i VPHL § 27, stk. 1, 2. pkt., og ifølge denne bestemmelse skal offentliggørelser ske:

¹³⁹ Molin, Theis Ehler: "Hvem skal betale, når hvidvaskskandalerne ruller, og finanserne krakker? Ikke topcheferne, mener Danske Banks bestyrelse" Zetland

¹⁴⁰ Op.cit.

¹⁴¹ Op.cit.

".. umiddelbart efter, at de pågældende forhold foreligger, eller den pågældende begivenhed er indtrådt, selvom forholdet eller begivenheden endnu ikke er formaliseret".¹⁴²

Herefter vil det ses, jf. blandt andet Københavns Fondsbørs' Afgørelser & Udtalelser 2004.1.1, at der ikke kan ske udsættelse af en offentliggørelse med henvisning til, at en beslutning venter godkendelse eller en kontakt mangler den endelige underskrivelse, såfremt disse hændelser kun er en formalitetssag. Selve realitetsgrundsætningen har umiddelbart været lagt til grund lige siden indførelsen af oplysningspligten i dansk ret tilbage i 1972. Realitetsgrundsætningen vil dermed fremgå som et begreb, der er velbeskrevet i retslitteraturen. Realitetsgrundsætningen var derfor beskrevet både i Københavns Fondsbørs A/S' regelsæt, da de var en offentlig myndighed og fortsat beskrevet i deres regelsæt efter privatiseringen i 1996 efter Børsreform II. Det ses derfor, at realitetsgrundsætning blev benyttet i dansk retspraksis i henhold til afgørelser, der omhandlede VPHL § 27.¹⁴³

I U.2005.984 H om Midtbank omhandlede sagen et forhandlingsforløb i forhold til en overtagelse. I denne sag tiltrådte Højesteret, at specifik viden heraf godt kunne eksistere på et tidligt tidspunkt, selvom forhandlingerne og dermed udfaldet forekom usikre på et givent tidspunkt. Der blev ikke rejst væsentlig kritik af, at offentliggørelsen af overtagelsestilbuddet først kom efter realiseringen af målselskabets konkrete anbefaling af overtagelsestilbuddet. Dette til trods for, at der forekom diverse rygter vedrørende selve overtagelsen, inden offentliggørelsen forelå.¹⁴⁴

Efter overgangen fra VPHL til KAP fortsatte denne realitetsgrundsætning ikke i lovgivningen, men i form af et udsendt notat, gjorde Finanstilsynet det faktisk allerede klart den 19. april 2007, hvad deres fortolkning af den generelle oplysningsforpligtelse efter VPHL § 27 var. Et børsnoteret selskabs oplysningsforpligtelse overfor videregivelse af information til markedet, som kan have kursrelevant effekt, har dermed set ændring i forhold til, hvornår en given information vedrørende forhold og/eller en begivenhed skal defineres som "intern viden" og dermed er påkrævet til straks offentliggørelse eller i hvert fald udsættelse heraf, hvis selskabet mener, at det er det korrekte at gøre for situationen.¹⁴⁵ Betingelser for udsættelse af offentliggørelse og information herom ses i afsnit 2.7 *Udsættelse af offentliggørelse*.

¹⁴² VPHL § 27, stk. 1, 2. pkt.

¹⁴³ U.2007B.179

¹⁴⁴ U.2005.984

¹⁴⁵ Finanstilsynet notat: "Udsteders pligt til at offentliggøre intern viden" af 19. april 2007

Den nuværende definition for intern viden og oplysningsforpligtelsen af denne lægger større fokus på de mellemliggende trin, end den har gjort tidligere. Dette er særligt på baggrund af EU-Domstolens dom af 28. juni 2012 i C-19/11, Daimler AG. Både i dansk lovgivning og i tiltag fra EU kan man se, hvilken betydning en række mellemliggende trin, som fører frem til en kursrelevant og offentliggørelsespligtig begivenhed, har for tidspunktet for indtrædelsen af pligten til offentliggørelse. Efter Daimler-sagen vil det kunne konkluderes, at disse mellemliggende trin har fået en større betydning, end man indtil da var tilbøjelig til at antage, og hertil forekommer det, at mellemliggende trin, som har forelagt over en længere periode, vil kunne medføre, at det faktiske offentliggørelsestidspunkt skal fremrykkes. Dette vil blive gjort efter en konkret vurdering. Det vil af dommen vise sig, at børsnoterede selskaber, som står i samme situation, derfor "på eget ansvar" må udsætte offentliggørelsen af den interne viden for ikke at skade selskabets berettigede interesser.¹⁴⁶ Ifølge værdipapirhandelslovens § 27, stk. 6 må denne mulighed blandt andet være skræddersyet til:

"... igangværende forhandlinger eller tilsvarende forhold, hvor offentliggørelse vil kunne påvirke disse forhandlingers udfald eller normale forløb".¹⁴⁷

En af betingelserne for en sådan udsættelse må være, at selskabet ikke vil kunne vildlede offentligheden igennem en sådan udsættelse, og udstederen skal derfor også sikre sig, at en sådan viden kan og vil behandles fortroligt. Desuden er det muligt for det børsnoterede selskab selv at komprimere og formindske det deciderede antal af led i kæden af begivenheder, som gør, at der forekommer viden, som er så specifik, at der forekommer intern viden, som skal offentliggøres. Samtidig vil sagen om Daimler vise, at en tilsidesættelse af et selskabs offentliggørelsesforpligtelser af intern viden kan føre til, at selskaber ifalder sig erstatningsansvar, og dermed vil være erstatningspådragende på fundamentalt samme måde, som det vil ses fra de løbende oplysningsforpligtelser og prospektansvaret. Det vises hermed tydeligt, at et potentielt erstatningsansvar, der både kan ramme det børsnoterede selskab og selskabets ledelsesmedlemmer, kan være aktuelt, hvis selskabet forsømmer sine offentliggørelsesforpligtelser, og disse skal derfor altid tages alvorligt og overholdes. Daimler sagen har været medvirkende til en skærpelse af disse regler i en række situationer.¹⁴⁸

¹⁴⁶ Werlauff, E & Schaumburg-Müller, P 2013, 'Offentliggørelse af kursrelevante oplysninger: Hvilken betydning har "mellemliggende trin" for det lovpligtige offentliggørelsestidspunkt?', E U-Ret & Menneskeret, bind Årg. 19, nr. 5, s. 209-214.

¹⁴⁷ Op.cit.

¹⁴⁸ Op.cit.

4.6.1 Primære og sekundære markeder

Der er forskel på investeringer på baggrund af løbende børsmeddelelser kontra børsprospekter. Investering på baggrund af prospekter er indenfor kontrakt, mens investering i sekundærmarkedet i visse tilfælde er uden for kontrakt.¹⁴⁹ Om investeringen er foretaget på baggrund af prospekt (inden for kontraktforhold) eller på sekundærmarkedet (uden for kontraktforhold) har betydning for selve erstatningsudmålingen. Der ses indenfor kontraktforhold, at den skadelidte tit vil få dømt en positiv opfyldelsesinteresse. Dette vil betyde, at den skadelidte vil være stillet, som hvis kontrakten var korrekt og fuldstændig. Dette blev illustreret i bankTrelleborg-afgørelsen. Når der derimod skal vurderes erstatningsudmåling for skadelidte uden for kontrakt, så vil udgangspunktet derimod være negativ kontraktinteresse. Dette blev illustreret i Commercial-sagen, og det er når den skadelidte bliver stillet, som om den skadevirkende handling ikke var optrådt til at starte med.¹⁵⁰

Selskabet har også ansvaret for selskabets øvrige informationer til offentligheden, herunder f.eks. information ved investormøder og indholdet af børsmeddelelser. Bemærkningerne gælder først og fremmest ansvaret for prospekt (primærmarkedet), men der kan også tænkes at ansvar i forbindelse med aktiehandler i sekundærmarkedet, såfremt selskabet har misinformeret markedet, f.eks. ved en urigtig eller mangelfuld børsmeddelelse. Ansvarsbedømmelsen kan være forskellig i de to situationer.

Hvis der tegnes aktier i forbindelse med en børsintroduktion/emission, foreligger der et kontraktforhold mellem aktietegneren og selskabet. Forholdet kan dermed være anderledes ved handler i sekundærmarkedet, da dette vil omhandle erstatningsansvar udenfor kontrakt. Her kan Hafnia-dommen være relevant, da den ene af sagsøgerne havde foretaget sin handel igennem sekundærmarkedet, hvor Sø- og Handelsrettens dom forudsætter, at der vil være erstatningsansvar for urigtige børsmeddelelser.¹⁵¹

Som hovedregel vil det være påkrævet, at bevisbyrden for de allerede fastsatte erstatningsretlige betingelser bliver løftet af den skadelidte. (Disse betingelser blev gennemgået i afsnit 4.1 *Retsgrundlag* og 4.1.1 *Betingelser for ansvar*.) Dette vil være hovedreglen, uanset om der forekommer kontraktforhold eller ej. I dansk teori ses det derudover anført, at et krav, der har bevisgrund i culpa in contrahendo, dog ikke er et

¹⁴⁹ Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul: "Børsretten" (2014) s. 311

¹⁵⁰ Ulfbeck, Vibe: "Erstatningsretlige Grænseområder" (2010) s. 28

¹⁵¹ Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul: "Børsretten" (2014) s. 312

almindeligt kontraktkrav. Det vil ikke ses som et krav på grund af et direkte kontraktbrud, men det ses nærmere som et deliktskrav.¹⁵²

4.7 Det civile retlige ansvar overfor sekundærmarked

Hvis et selskab fejloplyser det sekundære marked igennem børs- og selskabsmeddelelser, så vil selskabet kunne stå i den situation, at de ifalder sig ansvar overfor kausale tab. En meget markant sag indenfor dette område vil være EU-Domstolen i sag C-19/11 Daimler fra 28. juni 2012, der omhandlede en børsmeddelelse af selskabets administrerende direktørs afsked. Meddelelsen om den administrerende direktørs afsked blev offentliggjort til markedet efter 2,5 måned, og hertil tydeliggjorde EU-Domstolen også, at der var personer i selskabet, som vidste om denne afsked, og dermed besad intern viden. Siden denne viden var specifik nok og vurderet til at være kursrelevant, så vil det som udgangspunkt skulle straks offentliggøres, jf. VPHL § 27, stk. 1. Før emittentselskabet ifalder sig et erstatningsansvar, så vil deres ansvarsnorm formodentlig blive påvirket af kapitalbevarelseskraav og kreditorhensyn, og der bliver derfor stillet krav til, at den påviste culpa er af grov form. Det fremstår, at investors beskyttelse på dette område er forøget, idet et selskabs misvisende eller fejlagtige informationer til markedet ikke kun kan ifalde sig tilsyn- og strafferetlige sanktioner, men selskabet og ledelsen kan også ifalde sig et civilretligt erstatningsansvar overfor investorer, som føler, at de har krav på erstatning for et kausalt tab.¹⁵³

Der ses derfor, at emissionsbanker og andre aktører godt kan ifalde sig ansvar, hvis de fejlinformerer det sekundære marked. Dette var situationen i UfR 2000.2176 H om Commercial. Emissionsbanken havde meddelt markedet, at emissionen var overtegnet, efter en fejlslagen aktieemission, og havde igennem denne offentliggørelse været misvisende og vildledende overfor markedet. I denne sag var der en aktionær, som valgte ikke at sælge sine aktier på baggrund af denne børsmeddelelse. Aktionæren tabte herefter på denne investering, og tre år senere gik Commercial konkurs. Dertil skal det siges, at det i sagen stod klart, at den ukorrekte børsmeddelelse, som Commercial offentliggjorde og derigennem vildledte markedet, ikke havde årsagssammenhæng med selve selskabets konkurs. På baggrund af de urigtige oplysninger vurderede Højesteret, at tvivl vedrørende kausaliteten i sagen (imellem børsmeddelelsen og investors efterfulgte handlinger) ikke burde komme udstederen til gode. Højesteret endte dernæst med at statuere ansvar for emissionsbanken.

Igennem Commercial-afgørelsen må det derfor anføres, at misvisende eller mangelfulde oplysninger til det sekundære marked kun kan beholde sin betydning for en erstatningssag i

¹⁵² Berg, Stinne Richter: "Erstatning ved prækontraktuel ansvar" i ET.2009.261

¹⁵³ Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul: "Børsretten" (2014) s. 313 – 314

en afgrænset periode. Denne begrænsede periode skal derfor vurderes, så det kan klargøres, hvor eventuelle økonomiske tab efter offentliggørelse af information fra selskabet vil blive vurderet til at have kausalitet.¹⁵⁴

4.7.1 Fraud on the market

I dansk ret ses det, at ansvaret, som selskaber kan ifalde sig igennem misvisende eller mangelfulde informationer, hovedsageligt er inspireret af amerikansk teori om 'fraud on the market'. Teorien herom vil som udgangspunkt have sit afsæt i dommen om *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988). Teorien om 'fraud on the market' er tæt knyttet til en anden økonomisk teori om et effektivt kapitalmarked. Denne teori antager, at al information, som er tilgængelig, afspejler markedet – dette vil også indeholde den misvisende og mangelfulde information – og umiddelbart vil formålet for det effektive marked være, at alt information ikke bare er tilgængeligt, men at det også afspejler at markedet er korrekt og fuldstændigt. 'Fraud on the market' vil som en teori hovedsageligt arbejde med det påviselige årsagssammenhæng som erstatningsretligt krav. Den vil hermed koncentrere sig om den ansvarsbetingende handling og et efterfølgende lidt tab.¹⁵⁵

Traditionelt bliver det krævet af erstatningsret, at det vil være investoren, som er ansvarlig for at påvise, at misvisende eller mangelfulde oplyste informationer (eller en fuldstændig mangel af samme) har været en del af investeringsbeslutningen og dermed været med til at danne det endelige beslutningsgrundlag. Selvom en overtrædelse af et selskabs oplysningsforpligtelser bliver bedømt som culpøs, så kan det være vanskeligt for investoren at påvise en årsagssammenhæng af de pågældende ansvarspådragende forhold og et lidt tab. Det blev set i UfR 2013.1107 H om bankTrelleborg, at Højesteret medtog en formodningsregel i deres bedømmelse. Selvom handlen, som sagen berører, ikke fandt sted på det sekundære marked, så kan denne beslutning af Højesteret indikere, at hvis de rette forhold i en sag eksisterer, så vil det samme potentielt kunne finde anvendelse i sager på det sekundære marked.¹⁵⁶

¹⁵⁴ Werlauff, Erik og Peer Schaumburg-Müller "Efter Hafnia – status over prospekt- og emissionsansvaret i dansk ret" i UfR 2002B.437 – s. 445

¹⁵⁵ Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul: "Børsretten" (2014) – s. 312 – 313

¹⁵⁶ Op.cit. – s. 311 – 313

4.8 Delkonklusion

Hvis et børsnoteret selskab ikke opfylder deres oplysningsforpligtelser overfor markedet, så kan det selskab, der overtræder disse regler, få en påtale og en bødestraf af Finanstilsynet. Hvis finanstilsynet herefter vurderer, at et selskab har foretaget en overtrædelse af deres oplysningsforpligtelse, vil sådan en overtrædelse kunne udløse en bødestraf. Hvis en bødestraf udløses, vil Finanstilsynet afgive en politianmeldelse af forholdene. Hvis Finanstilsynet politianmelder disse forhold vedrørende overtrædelser, der kan udløse bødestraf, vil sagen herefter blive overgivet til behandling af Statsadvokaten for Særlig Økonomisk og International Kriminalitet (herefter SØIK).

Derfor vil overholdelsen af oplysningsforpligtelsen, og ansvaret herved, som udgangspunkt fuldt påhvile det børsnoterede selskab. I nogle tilfælde kan det ske, at ledelsen i et børsnoteret selskab kan ifalde sig et straffe- og erstatningsansvar. Dette vil dog kun ske, hvis ledelsen har ageret groft uagtsomt eller forsætligt i forhold til deres oplysning af kursrelevant information til markedet, som eksempelvis at have vildledt eller fejlinformeret markedet eller ligefrem tilbageholdt kursrelevant information. Det vil herved være op til SØIK at vurdere, om der derudover vil foreligge grundlag for at tiltale individuelle ledelsesmedlemmer, som har udført ansvarspådragende handlinger i den konkrete sag.

I dansk ret vil det være de almindelige erstatningsretlige regler, som finder anvendelse, hvis der er skuffede aktionærer/investorer, som vil lægge sag an og gøre et decideret erstatningsansvar gældende overfor selskabet og ledelsen. Endvidere vil det betyde, at det er de konkrete almindelige erstatningsretlige regler og principper, der skal opfyldes, hvis dette kan gøres gældende. Det vil sige, at der skal være handlet ansvarspådragende, herunder handlet udenfor den pågældende handlingsnorm, og den ansvarspådragende skal være skyld i, at den givne investor har lidt et kausalt tab gennem disse handlinger. I de eventuelle civilretlige søgsmål vil det være domstolene, som skal afgøre, om disse principper og regler er til stede og opfyldt.

Del III: Vurdering af Danske Banks information til markedet

5. Undersøgelse af Danske Bank-sagen

I sidste del af afhandlingen vil der med udgangspunkt i Danske Bank-sagen blive udarbejdet en begrundet vurdering af, hvorvidt Danske Bank ikke har overholdt de løbende oplysningsforpligtelser, som gælder for et børsnoteret selskab.

Flere internationale pensionsselskaber og aktionærer lægger an til et dansk søgsmål mod Danske Bank, og det sker i forlængelse af hvidvaskskandalen, som er foregået i perioden 2007-2015. Søgsmålet begrundes med, at flere aktionærer har mistet store millionbeløb som følge af de mange fejl, Danske Bank har begået. Flere af aktionærerne og pensionsselskaberne har givet udtryk for, at de informationer, som Danske Bank har offentliggjort i perioden 2007 – 2018, ikke har været korrekte og fyldestgørende, og at Danske Bank igennem en længere periode har tilbageholdt oplysninger og informationer omkring alvoren og omfanget af hvidvaskskandalen i den estiske filial. Dette har betydet, at aktiekursen ikke har været bygget på et korrekt grundlag, og flere aktionærer mener, at aktiekursen har været forkert værdiansat. Hvis markedet var blevet informeret omkring de aktuelle forhold i Estland, så ville aktiekursen have været anderledes, da disse informationer ville have haft betydning for kursdannelsen af værdipapiret.¹⁵⁷

Aktionærerne søger derfor erstatning for de tab, som de har lidt i perioden 29.april 2014 til 19.september 2018. Det skyldes, at man i 2014 for alvor blev informeret omkring sagens alvor, men først 19.september 2018 offentliggjorde Danske Bank i en selskabsmeddelelse disse informationer til markedet. De vigtigste begivenheder både i filialen og på koncernniveau, som er foregået i perioden 2006 - 2020, vil blive fremstillet i næste afsnit. Efterfølgende vil den relevante hvidvasklovning blive uddybet for at kunne klarlægge om nogle af de forhold, som er foregået i Estland, er i strid med hvidvasklovgivningen, og derfor burde have givet anledning til en offentliggørelse af relevant information til markedet i henhold et børsnoteret selskabs løbende oplysningsforpligtelser.¹⁵⁸

¹⁵⁷ /Ritzau/FINANS & Rasmus Bendtsen: "Australiske IMF Bentham vil betale et dansk søgsmål mod Danske Bank" Finans

¹⁵⁸ Op.cit.

5.1 Tidslinje over Danske Bank-sagen

De vigtigste begivenheder i Danske Bank-sagen vil blive fremstillet for at kunne give et overblik over sagens forløb fra erhvervelsen af den estiske filial i 2007 til og med 2018, hvor Danske Bank informerer markedet om forholdene i Estland. For at kunne skabe et overblik over sagens forløb, har afhandlingen hovedsageligt anvendt advokatfirmaet Bruun & Hjejles rapport: "*Rapport om non-resident porteføljen i Danske Banks estiske filial*", som Danske Bank vedlagde i selskabsmeddelelsen af 19. september 2018. Derudover har afhandlingen anvendt afgørelser og redegørelser fra Finanstilsynet samt offentlige selskabsmeddelelser fra Danske Bank koncernen, som omhandler forholdene i den estiske filial.

Efter gennemgangen af centrale begivenheder, så vil den relevante hvidvasklovning blive uddybet for at kunne klarlægge, om den estiske filial åbenlyst ikke har overholdt hvidvasklovingen, og om Danske Bank derfor burde have informeret markedet omkring disse forhold.

Interne betegnelser i Danske Bank-sagen

For at kunne forstå Danske Bank-sagen er der følgende interne betegnelser, som det er vigtigt at have kendskab til:

Non-resident porteføljen:

Danske Bank havde i sin estiske filial en portefølje, som bestod af kunder, der ikke var bosiddende i Estland. De mange tusinde kunder var blandt andet fra Rusland, Aserbajdsjan og Ukraine, og de blev betjent af en særskilt medarbejdergruppe. Non-resident portefølje nævnes flere gange under afhandlingen, da det var mange af kunderne fra non-resident porteføljen, som man mistænkte for at medvirkede til hvidvask og finansiering af terrorisme.

AML-funktioner:

AML er forkortelse for Anti-Money Laundering, og AML-funktioner er derfor funktioner og procedurer, som skal sikre, at man overholder hvidvasklovgivningen.¹⁵⁹

¹⁵⁹ PWC: "*Anti-Money Laundering (AML)*"

Group Compliance:

Group Compliance er en selvstændig enhed, som sørger for, at koncernen overholder den gældende lovgivning indenfor compliance og hvidvask. De fører tilsyn med alle forretningsenhederne og er den første forsvarslinje.¹⁶⁰

Group Internal Audit:

Danske Banks interne revision i Estland benævnes Group Internal Audit. De varetager også den interne revision i andre enheder i Danske Bank-koncernen. Group Internal Audit er den sidste forsvarslinje i forhold til overholdelsen af den relevante lovgivning indenfor compliance og hvidvaskforebyggelse.¹⁶¹

De mest centrale begivenheder, både i filialen og på koncernniveau, er som følgende:

2006 – Danske Bank overtager finske Sampo Bank i Estland

I november 2006 offentliggjorde Danske Bank, at de havde overtaget finske Sampo Bank samt deres tilhørende datterselskab i Estland ved navn AS Sambo Pank. I 2008 blev banken i Estland omdannet til en filial tilhørende Danske Bank.¹⁶²

2007 – Kritisk inspektionsrapport fra det estiske finanstilsyn

I 2007 foretog det estiske finanstilsyn en gennemgribende kontrol af AML-funktionerne i den estiske filial, og inspektionsrapporten belyste, at non-resident porteføljen indebar mistænkelige aktiviteter, som ikke var blevet opdaget igennem de hvidvaskforebyggende procedurer. Der blev i den forbindelse udsendt en kritisk rapport fra det estiske finanstilsyn.¹⁶³

2007 – Den russiske centralbank advarer Danske Bank om kunder med mulig skatteunddragelse og hvidvask

I 2007 - omkring det samme tidspunkt som offentliggørelsen af den kritiske inspektionsrapport fra det estiske finanstilsyn - modtog Danske Bank en henvendelse fra den russiske centralbank,

¹⁶⁰ Danske Bank: "Om os – Corporate Governance – Compliance"

¹⁶¹ Bruun & Hjejle: "Rapport om non-resident porteføljen i Danske Banks estiske filial" (2018)

¹⁶² Op.cit. – s. 5

¹⁶³ Finanstilsynet: "Danske Banks ledelse og styring i hvidvasksagen i den estiske filial" d. 03-05-2018

som gjorde dem opmærksom på, at non-resident porteføljen kunne indeholde kunder, som udførte kriminelle aktiviteter - herunder hvidvaskning af penge.¹⁶⁴

2012 - Det estiske finanstilsyn kontakter det danske finanstilsyn

Det danske finanstilsyn kontakter i februar 2012 Group Compliance & AML, da finanstilsynet har fået et brev fra det estiske finanstilsyn, som informerer om, at der er store udfordringer med hvidvaskforebyggelsesprocedurerne i den estiske filial. Det estiske finanstilsyn informerer i brevet om, at den estiske filial indeholder relativt store forretningsforbindelser fra risikolande, og at de samme risikomønstre fra inspektioner i 2007 og 2009 igen er blevet identificeret. Det danske finanstilsyn anmoder i den forbindelse om, at Danske Bank koncernen kommenterer på bemærkningerne. Danske Bank svarer i den forbindelse, at de er fuldt ud klar over, at kunderne i filialen indeholder et stort antal kunder med høj risiko, men de er overbeviste om, at kontrolopsætningen og hvidvaskforebyggelsesprocedurerne svarer til den faktiske risiko.¹⁶⁵

2013 – Samarbejde med korrespondentbank afbrydes

Den estiske filial samarbejdede med en korrespondentbank, som hjalp med at klare dollarbetalingen. Dette samarbejde blev afbrudt i juni 2013, da korrespondentbanken ikke kunne overholde deres hvidvaskforebyggelsesprocedurer. Nogle af kunderne i den estiske filial udførte jævnligt udenlandske overførsler, hvilket betød at korrespondentbanken skulle klare dollarbetalingen for dem. Umiddelbart efter afbrydelsen af samarbejdet havde Danske Bank dog udvidet samarbejdet med en anden korrespondentbank, som kunne klare dollarbetalingerne for deres kunder.¹⁶⁶

2013 – Whistleblowerhenvendelse omhandlende mistænkelige kundeforhold

En whistleblower, som havde en central stilling i filialen i Estland, henvendte sig i december 2013 til en ledende medarbejder, da han bemærkede, at en af deres erhvervs-kunder rapporterede falske oplysninger om deres balance. Erhvervs-kunderne blev efterfølgende bedt om at fremsende nye regnskaber, men de byggede igen på falske oplysninger. Ifølge whistlebloweren blev der ikke reageret på, at man i filialen havde erhvervs-kunder, som åbenlyst fremsendte falske regnskaber. Kunderne fik lov til at fortsætte deres engagement, og først efter et år mente AML-afdelingen, at kundeforholdet skulle afsluttes. I begyndelsen af 2014 indberettede whistlebloweren igen flere af kunderne fra non-resident porteføljen, og denne gang indbefattede anklagerne også en beskrivelse af betydelige problemer i filialens

¹⁶⁴ Bruun & Hjejle: "Rapport om non-resident porteføljen i Danske Banks estiske filial" (2018) – s. 8-9

¹⁶⁵ Op.cit. – s. 9

¹⁶⁶ Op.cit. – s. 9-10

AML-funktioner, og at der var en mistanke om, at flere af medarbejderne i filialen assisterede kunderne med at hvidvaske penge.¹⁶⁷

Marts 2014 – Ny rapportering fra Group Internal Audit som kritiserer hvidvaskforebyggelsesprocedurerne i filialen i Estland

I marts 2014 blev det konstateret, at hvidvaskforebyggelsesprocedurerne i Estland var utilstrækkelige. Det skete på baggrund af en ny rapportering fra Group Internal Audit. Rapporten belyste, at den hidtidige forståelse af, hvorledes hvidvaskforebyggelsesprocedurerne i den estiske filial fungerede, ikke byggede på den korrekte forståelse. Rapporten konstaterede, at kontrolfunktionerne ikke fungerede hverken i filialen eller i de forretningsmæssige funktioner som eksempelvis Group Compliance & AML. Især kundekendingsproceduren, også kendt som KYC, levede ikke op til kravene i henhold til den relevante lovgivning. Kendskabet til kunderne i non-resident porteføljen var utilstrækkelig, og man havde ikke et tilstrækkeligt kendskab til kundernes reelle ejere, interesser og midlernes oprindelse. Derudover var screeningen af kundernes betalinger og overførsler foretaget manuelt, og hvis der var forhold eller transaktioner, som virkede mistænksomme, så havde man ikke efterfølgende udført yderligere kontrol eller indberettet forholdene til hvidvaskmyndighederne. En af årsagerne til de mangelfulde AML-funktioner skyldes, at den estiske filial ikke anvendte de samme kundesystemer og risikoovervågningssystemer som resten af koncernen, da filialen havde sin egen IT-plattform.

¹⁶⁸

2014 – Eksternt konsulentbureau evaluerer bankens interne hvidvaskprocedurer

Efter Group Internal Audits rapport, så valgte Danske Bank at ansætte et eksternt konsulentbureau, KPMG Baltikum, som skulle evaluere den estiske filials interne hvidvaskprocedurer. Den endelige rapport blev færdiggjort 16 april 2014, og den fastslog, at filialen havde problemer med kundekendingsprocedurerne og overvågning af transaktioner.

¹⁶⁹ KPMG Baltikum udtalte i rapporten:

"Your critical gaps regarding risk assignment, transaction monitoring, level of CDD applied are greater than we've seen in other banks in the region"¹⁷⁰

¹⁶⁷ Finanstilsynets afgørelse: "Danske Banks ledelse og styring i hvidvask sagen i den estiske filial" (2018) – s. 5-9

¹⁶⁸ Bruun & Hjejle: "Rapport om non-resident porteføljen i Danske Banks estiske filial" (2018) – s.7

¹⁶⁹ Op.cit. – s.56

¹⁷⁰ Op.cit.

Derudover konstaterede KPMG Baltikum, at der var 17 hvidvaskkontroller, som alle blev vurderet til at være "kritisable eller signifikante".¹⁷¹

Marts – juli 2014 – Det estiske finanstilsyn gennemfører hvidvaskinspektion med omfattende kritik

I marts og juni-juli 2014 gennemførte det estiske finanstilsyn en hvidvaskinspektion i filialen i Estland. Rapporten var meget kritisk overfor bankens hvidvaskforebyggende procedurer og nogle af kritikpunkterne omhandlede følgende forhold:¹⁷²

- Man accepterede kunder, som gav klar mistanke om hvidvask af penge.
- Man identificerede ikke kundernes midlers oprindelse og man accepterede, at man ikke kunne få oplysningerne.
- Man fokuserede mere på indtjeningen hos non-resident porteføljen end på at overholde de relevante AML-regler.
- Man overholdt ikke sine egne AML-forretningsgange, og man var ikke klar over, at dette var i strid med den relevante lovgivning.¹⁷³

2015 – Det danske finanstilsyn gennemfører hvidvaskinspektion

Finanstilsynet gennemførte 18. februar 2015 en hvidvaskinspektion i Danske Bank. Under hvidvaskinspektionen blev de kritiske inspektionsrapporter fra det estiske finanstilsyn samt rapporten fra KPMP inkluderet i undersøgelsen. Den 19. juni 2015 modtog Danske Bank koncernen et udkast til den endelige inspektionsrapport fra finanstilsynet og her anførte finanstilsynet:¹⁷⁴

*"Bankens risikobegrænsende foranstaltninger ... har været helt utilstrækkelige og i strid med de lokale hvidvaskregler"*¹⁷⁵.

Finanstilsynet konstaterede derudover, at Danske Bank ikke havde foretaget de fornødne foranstaltninger for at rette op på de påbud, som de fik tildelt tilbage i 2012 på baggrund af

¹⁷¹ Bruun & Hjejle: "Rapport om non-resident porteføljen i Danske Banks estiske filial" (2018) – s. 56

¹⁷² Op.cit. – s. 61-62

¹⁷³ Op.cit. – s. 61-62

¹⁷⁴ Op.cit. – s. 70

¹⁷⁵ Op.cit. – s. 70

mangelfulde hvidvaskforebyggelsesprocedurer. Dette førte til, at finanstilsynet meldte Danske Bank til politiet og i 2017 accepterede Danske Bank en bøde på 12,5 mio. kr.¹⁷⁶

2015 – Danske Bank lukker non-resident porteføljen

Danske Bank valgte i 2015 at begynde at lukke ned for non-resident porteføljen i Estland. Det sker blandt andet på baggrund af:¹⁷⁷

- Whistleblowerhenvendelsen fra 2013
- Rapporten fra Group Internal Audit
- Rapporten fra det eksterne konsulentbureau
- Inspektionsrapporten fra det estiske finanstilsyn

Alle kundeforhold i non-resident var endelig afviklet 23. december 2015.¹⁷⁸

2017 - Danske Bank igangsætter undersøgelser af forholdene i den estiske filial

I en selskabsmeddelelse af den 21. september 2017 offentliggør Danske Bank, at de vil igangsætte en undersøgelse af den estiske filial. Det sker på baggrund af en årsagsanalyse, som er udarbejdet af konsulentvirksomheden Promentoty Financial Group.¹⁷⁹

19. september 2018 – Danske Bank offentliggør konklusionerne på undersøgelserne vedrørende den estiske filial

I en selskabsmeddelelse af den 19. september 2018 præsenterer Danske Bank konklusionerne af undersøgelserne vedrørende Danske Bank estiske filial. I forbindelse med offentliggørelsen udtaler Danske Banks bestyrelsesformand Ole Andersen følgende:¹⁸⁰

"Banken har åbenlyst ikke levet op til sit ansvar i denne sag. Det er skuffende og uacceptabelt, og vi beklager over for alle vores interessenter

¹⁷⁶ Finanstilsynet: "Redegørelse om Finanstilsynets tilsyn med Danske Bank i forhold til Estland sagen" (2019)

¹⁷⁷ Bruun & Hjejle: "Rapport om non-resident porteføljen i Danske Banks estiske filial" (2018) – s. 73-74

¹⁷⁸ Op.cit. – s.73-74

¹⁷⁹ Pressemeddelelse fra Danske Bank af 21. september 2017: "Danske Bank udvider undersøgelse af estisk filial"

¹⁸⁰ Pressemeddelelse fra Danske Bank af 19. september 2018: "Konklusioner på undersøgelserne vedrørende Danske Banks estiske filial"

– ikke mindst vores kunder, investorer, medarbejdere og samfundet generelt. Vi anerkender, at vi har en opgave i at genvinde deres tillid.”¹⁸¹

Selskabsmeddelelsen uddyber nogle af de forhold, som advokatfirmaet Bruun og Hjejle har konstateret i forbindelse med deres gennemgang af den estiske filial. Undersøgelserne belyser, at der har været alvorlige problemer og mangler i bankens styring, kontrol og AML-funktioner, hvilket har gjort det muligt for mange af bankens kunder at gennemføre kriminelle transaktioner og derved misbruge banken til blandt andet hvidvask. Efter man har gennemgået 6.200 kunder fra non-resident porteføljen, så har man konstateret, at næsten alle kunderne efterfølgende blev indberettet til myndighederne.¹⁸²

Selskabsmeddelelsen indeholder også de væsentligste konklusioner fra undersøgelsen som er som følgende:¹⁸³

- Et stort antal af bankens udenlandske kunder foretog transaktioner, som skulle have været stoppet.
- Alle mistænkelige transaktioner er ikke blevet indberettet.
- Filialen havde ikke fokus på risikoen for hvidvask.
- Kontrolfunktionerne havde ikke den nødvendige grad af uafhængighed.
- Koncernen havde ikke nok opmærksomhed på filialen, og den blev derfor drevet efter deres egne kulturer og systemer.
- Der er mistanke om, at flere af medarbejderne i filialen har hjulpet kunderne med at skjule mistænkelige transaktioner.
- Man har på koncernniveau været for længe om at forstå de faktiske forhold og mangler i filialen i Estland.¹⁸⁴

Til sidst i selskabsmeddelelsen kommer det frem, at bankens bruttoindtægter på kunderne i non-resident porteføljen fra perioden 2017-2015 overføres til en uafhængig fond, som har til formål at bekæmpe international økonomisk kriminalitet.¹⁸⁵

2020 – Revisorerne, som reviderede Danske Banks regnskab i 2014, indbringes for Revisornævnet

Erhvervsstyrelsen har iværksat undersøgelser af de daværende revisorer fra Ernst & Young, som udførte revisionen af Danske Banks års- og koncernregnskab for 2014. Erhvervsstyrelsen har indbragt revisorer for revisornævnet, da de ikke mener, at revisorerne har overholdt god

¹⁸¹ Pressemeldelse fra Danske Bank af 19. september 2018: *”Konklusioner på undersøgelserne vedrørende Danske Banks estiske filial”*

¹⁸² Op.cit.

¹⁸³ Op.cit.

¹⁸⁴ Op.cit.

¹⁸⁵ Op.cit.

revisorskik. Erhvervsstyrelsen har konkluderet, at revisorerne ikke har reageret på de kritiske forhold omhandlende hvidvask, som blev konkluderet i de rapporter, der blev fremlagt i 2014 af Group Internal Audit og det estiske finanstillsyn.

Erhvervsstyrelsen mener, at revisorerne ikke har udført tilstrækkelige revisionshandling med henblik på at kunne vurdere, om rapporternes konklusion havde betydning for revisionen og den afgivne revisionspåtegning. Det er ikke blevet dokumenteret, at deres vurdering af konklusionerne kunne føre til, at det var nødvendigt at afgive supplerende oplysninger i revisionspåtegningen.¹⁸⁶

5.2 Hvidvasklovgivning

Danske Banks estiske filial er underlagt lovgivningen i Estland, og den skal derfor følge de gældende betingelser, samt den gældende hvidvasklovgivning, som landet har implementeret ved lov. I Estland har man den estiske hvidvasklov "Money Laundering and Terrorist Financing Prevention Act" (herefter MLTFPA), som løbende ændres og tilpasses i henhold til hvidvaskdirektiverne.¹⁸⁷

Det seneste hvidvaskdirektiv blev oprettet i maj 2018 og var det femte hvidvaskdirektiv. Her lagde man særligt fokus på brugen af elektroniske penge og kryptovaluta til hvidvaskning af penge, og det femte hvidvaskdirektiv betød også, at man 19. september 2018 indførte mulighed for at uddøle endnu højere bødestraffer, hvis man var involveret i hvidvaskning af penge. Derudover udvidede man også kravene til fit-and-proper vurdering for bestyrelsesmedlemmer og direktører i finansielle virksomheder.¹⁸⁸

Det tredje hvidvaskdirektiv af 26. oktober 2005, som Danske Banks estiske filial var underlagt, blev implementeret i den estiske lovgivning 28. januar 2008.¹⁸⁹ De vigtigste forebyggende procedurer, som det tredje hvidvaskdirektiv bestemmer, vil i det næste afsnit blive beskrevet med henblik på at kunne belyse de gældende regler, som de finansielle virksomheder er forpligtet til at overholde.

5.2.1 Kundelegitimationskrav

EU-direktiv 2005/60, kapitel 2, artikel 6-10, omhandler de kundelegitimationskrav, som finansielle virksomheder er underlagt i forbindelse med etableringen af forretningsforbindelser.

¹⁸⁶ Hecklen, Alexander og Jensen, Mikkel: "Efter hvidvasksag i Danske Bank: Revisorer fra Ernst & Young indbringes for Revisornævnet" DR

¹⁸⁷ Bruun & Hjejle: "Rapport om non-resident porteføljen i Danske Banks estiske filial" (2018) – s. 12

¹⁸⁸ Op.cit.

¹⁸⁹ Op.cit. – s. 12

Hvis de finansielle virksomheder har anonyme konti i forvejen, så skal de straks udføre de pågældende kundelegitimationsprocedurer, inden man kan anvende de anonyme konti.¹⁹⁰

I henhold til lovgivningen, er man forpligtet til at foretage kundekendskabsprocedurer ved etableringen af nye forretningsforbindelser eller kundeforhold, og det er uden hensyn til de eventuelle fritagelser eller årsager, som kan betyde, at den finansielle virksomhed ikke skal foretage kundelegitimationsprocedurerne. Disse kundelegitimationsprocedurer betyder bl.a., at man som finansiel virksomhed er forpligtet til at identificere kunden, inden kundeforholdet etableres.¹⁹¹

I forbindelse med kundelegitimationsprocedurerne, så stilles der krav om, at man har styr på følgende:

- Man skal kontrollere kundens identitet på baggrund af de oplysninger, som er indhentet igennem pålidelige og uafhængige kilder.
- Hvis der er tale om virksomheder, så skal man identificere den reelle ejer og kontrollere dennes identitet. I forlængelse heraf skal kundens ejer- og kontrolstruktur undersøges.
- Der skal indhentes oplysninger om kundens formål ved etableringen af kundeforholdet samt dennes forventede omfang af transaktioner.
- Der skal igennem hele forretningsforbindelsen foretages en kontrol af kundens transaktioner, og det skal undersøges, om det stemmer overens med den finansielle virksomheds kendskab og viden om kunden. Hvis det er nødvendigt, så skal de midler, som overføres til de pågældende konti, dokumenteres og ajourføres.¹⁹²

Konstaterede forhold i den estiske filial, som ikke overholder kravene i henhold til EU-direktiv 2005/60, kapitel 2, artikel 6-10.

Det fremgår af rapporten fra marts 2014 af Group Internal Audit, at kendskabet til kunderne i non-resident porteføljen var utilstrækkelig, og man havde ikke et tilstrækkeligt kendskab til kundernes reelle ejere, interesser og midlernes oprindelse. Det manglende kendskab er i strid mod hvidvasklovgivningen, da man som finansiel virksomhed er forpligtet til at identificere kunden, inden kundeforholdet etableres. Derudover berettede rapporten fra Group Internal Audit også, at screeningen af kundernes betalinger og overførsler var foretaget manuelt, og hvis der var forhold eller transaktioner, som virkede mistænksomme, så havde man ikke

¹⁹⁰ EU-direktiv 2005/60, kapitel 2, artikel 6-10

¹⁹¹ Op.cit.

¹⁹² Op.cit.

efterfølgende udført yderligere kontrol eller indberettet forholdene til hvidvaskmyndighederne. Det er i strid mod hvidvasklovgivningen, da den finansielle virksomhed igennem hele forretningsforbindelsen skal foretage en kontrol af kundens transaktioner, og det skal undersøges, om det stemmer overens med den finansielle virksomheds kendskab og viden om kunden.

5.2.2 Skærpede krav ved særlige kundeforhold

Der gælder nogle særligt skærpede legitimationskrav, hvis der er tale om kunder, som ikke fysisk har været tilstede og har afleveret legitimation. Det betyder, at man som finansiell virksomhed er forpligtet til at udføre yderligere foranstaltninger for at sikre, at den højere risiko ved at etablere kundeforholdet bliver opvejet med mere skærpet kontrol af kunden. Der er flere foranstaltninger, som skal gennemføres ved etableringen af sådanne kundeforhold:¹⁹³

- Der skal indhentes supplerende dokumenter og oplysninger.
- Der skal foretages supplerende foranstaltninger for at kunne bekræfte, at de udleverede dokumenter er pålidelige.
- Den første betaling skal være udført fra en konto, som er åbnet i kundens navn i et finansielt pengeinstitut.¹⁹⁴

Hvis der er tale om kundeforhold, som har grænseoverskridende korrespondentbankforbindelser eller andre korrespondentinstitutter fra tredjelande, så er der også behov for yderligere foranstaltninger. Man skal indhente oplysninger om forbindelsen fra et tredjeland, og man skal skabe en forståelse af bankforbindelsens renommé samt vurdere deres kontrol med hvidvask og finansiering af terrorisme. Man skal sikre sig, at de kunder, som har adgang til kontoen, er identitetskontrolleret, samt at man som finansielt institut er i stand til, at fremsende kundelegitimationsoplysninger på alle kunder, som har adgang til kontoen.¹⁹⁵

Konstaterede forhold i den estiske filial, som ikke overholder kravene henhold til EU-direktiv 2005/60, kapitel 2, artikel 13.

Det estiske Finanstilsyn gennemførte i marts og juni-juli 2014 en hvidvaskinspektion i filialen i Estland. Rapporten konstaterede, at man ikke identificerede størstedelen af non-resident kunders midlers oprindelse og accepterede, at man ikke kunne få oplysningerne. Non-

¹⁹³ EU-direktiv 2005/60, kapitel 2, artikel 13

¹⁹⁴ Op.cit.

¹⁹⁵ Op.cit.

resident porteføljen var kendetegnet ved at være kundeforhold, som ikke var bosiddende i landet. For sådanne kunder gælder der nogle skærpede legitimationskrav. Dette blev dog tilsyneladende ikke overholdt og var i strid med EU-direktiv 2005/60, kapitel 2, artikel 13.

5.2.3 Underretningspligt

Et andet omfattende element i EU-direktiv 2005/60 er underretningspligten. Det er de enkelte medlemsstaters opgave at oprette en hvidvaskmyndighed, der fungerer som en finansiel efterretningsenhed, som arbejder effektivt for at bekæmpe hvidvask og finansiering af terrorisme.¹⁹⁶

I henhold til den lovgivningsmæssige regulering, så er finansielle virksomheder forpligtet til at underrette relevante hvidvaskmyndigheder, hvis de har mistanke eller har en formodning om, at kunden kan være involveret i hvidvask eller have tilknytning til finansiering af terrorisme. Dette gælder også, hvis der forekommer komplekse transaktionsmønstre eller hvis en kunde har usædvanligt store transaktioner, som ikke kan sættes i relation til at have et lovligt formål.¹⁹⁷ Hvis dette er tilfældet, så skal der udarbejdes en rapport, hvor alle relevante oplysninger fremgår. Rapporten skal efterfølgende fremsendes til hvidvaskmyndighederne, som vil analysere oplysningerne og viderebringe underretningen til relevante kompetente myndigheder. Hvis de har behov for yderligere nødvendige oplysninger, så har den finansielle virksomhed pligt til at fremsende dette.¹⁹⁸

Konstaterede forhold i den estiske filial, som ikke overholder kravene i henhold til EU-direktiv 2005/60, kapitel 3, artikel 20-27

Det estiske finanstilsyn gennemførte i marts og juni-juli 2014 en hvidvaskinspektion i filialen i Estland. Rapporten konstaterede, at man accepterede kunder, som gav klar mistanke om hvidvask af penge. Hvis en finansiell virksomhed har mistanke om, at et kundeforhold kan være involveret i hvidvask, så skal man underrette hvidvaskmyndigheder om dette, og det skal ske igennem en rapport. Danske Bank accepterede kunder med mistanke om hvidvask uden at underrette hvidvaskmyndighederne, og dette er i strid med EU-direktiv 2005/60, kapitel 3, artikel 20-27.

¹⁹⁶ EU-direktiv 2005/60, kapitel 3, artikel 20-27

¹⁹⁷ Op.cit.

¹⁹⁸ Op.cit.

5.2.4 Interne procedurer og politikker

De finansielle virksomheder er efter implementeringen af det tredje hvidvaskdirektiv forpligtet til at indføre en lange række interne procedurer og politikker for at forhindre, at det finansielle system anvendes til hvidvaskning og finansiering af terrorisme. Hvis den finansielle virksomhed har filialer eller datterselskaber i tredjelande, så er man forpligtet til at videregive disse oplysninger.¹⁹⁹

Det kræver, at man udarbejder interne procedurer og politikker indenfor følgende områder:

- Kundelegitimering
- Underretning til hvidvaskmyndighederne
- Opbevaring af dokumenter, oplysninger og registrering af mistænkelige transaktioner
- Interne kontroller
- Risikovurdering
- Risikostyring
- Kontrol af om de interne procedurer og politikker overholdes²⁰⁰

Det er efterfølgende den finansielle virksomheds pligt at sikre, at alle medarbejdere er bevidste om, at de udarbejdede politikker og interne procedurer findes. Man skal derfor træffe nødvendige foranstaltninger, så medarbejdere bliver bekendt med dette. Det indebærer, at man sender medarbejdere på kursus eller tilbyder dem efteruddannelsesprogrammer, så medarbejderne hele tiden har de bedste forudsætninger for at kunne identificere aktiviteter, som kan være forbundet med hvidvaskning eller terrorfinansiering. På den måde ved medarbejderne også, hvordan de skal forholde sig, hvis sådanne forhold indtræffer.²⁰¹

Konstaterede forhold i den estiske filial, som ikke overholder kravene i henhold til EU-direktiv 2005/60, kapitel 5, artikel 34-35.

Group Internal Audits rapport fra marts 2014 belyser, at en af årsagerne til de mangelfulde AML-funktioner skyldes, at den estiske filial ikke anvendte de samme kundesystemer og risikoovervågningssystemer som resten af koncernen, da man havde sin egen IT-plattform i filialen. Det er ikke i overensstemmelse med EU-direktiv 2005/60, kapitel 5, artikel 34-35, da det bliver defineret, at hvis man har filialer i tredjelande, så er man forpligtet til at videregive de interne procedurer og politikker til filialer i tredjelande for at ensrette koncernens overordnet interne procedurer og politikker. På den måde sikrer man en ensretning for hele

¹⁹⁹ EU-direktiv 2005/60, kapitel 5, artikel 34-35

²⁰⁰ Op.cit.

²⁰¹ Op.cit.

koncernen, og man minimerer risikoen for, at en filial i udlandet anvendes til hvidvaskning og finansiering af terrorisme.

5.2.5 Hvidvask-sanktioner

De overstående procedurer og foranstaltninger er bestemt af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv med hjælp fra FATF, og det er de enkelte medlemsstaters pligt at implementere disse tiltag i deres egne nationale lovgivninger. Som tidligere nævnt blev det tredje hvidvaskdirektiv af 26. oktober 2005 implementeret i den estiske lovgivning 28. januar 2008. Det betød, at alle finansielle virksomheder var underlagt direktivets gældende regler, og hvis man ikke overholdt dette, så betød det, at medlemsstaterne havde ret til at pålægge strafferetlige sanktioner. Det benævnes i direktivet som følgende:²⁰²

*”Med forbehold af medlemsstaternes ret til at pålægge strafferetlige sanktioner sørger medlemsstaterne i overensstemmelse med deres nationale lovgivning for, at der kan træffes passende administrative foranstaltninger eller anvendes administrative sanktioner over for kredit- og finansieringsinstitutter, såfremt de overtræder de nationale bestemmelser, der er vedtaget til gennemførelse af dette direktiv”.*²⁰³

Det var igennem en længere periode koncernens opfattelse, at AML-funktionerne i den estiske filial fungerede, som de skulle, og at der ikke var risiko for, at filialen blev anvendt til kriminelle aktiviteter. Men en whistleblowerhenvendelse i 2013, som handlede om mistænkelige kunder i den estiske filial, medførte at man blev opmærksom på, om de hvidvaskforebyggende foranstaltninger nu også fungerede, som de skulle. Efter whistleblowerhenvendelsen i 2013 blev Danske Bank koncernen mødt med revisionsrapporter fra Group Internal Audit samt en rapportering fra et eksternt konsulentbureau, som belyste betydelige problemer med filialens AML-funktioner. Det estiske finanstilsyn var efterfølgende på inspektion, og det gav igen stor kritik af de hvidvaskforebyggende foranstaltninger. Dette medførte, at Danske Bank blev tildelt administrative sanktioner fra det estiske finanstilsyn i 2015 og det danske finanstilsyn i 2016. Disse administrative sanktioner er et udtryk for, at Danske Bank åbenlyst ikke har overholdt de nationale bestemmelser, som var vedtaget til gennemførelse af EU-direktiv 2005/60.²⁰⁴

²⁰² EU-direktiv 2005/60, kapitel 6, artikel 39

²⁰³ Op.cit.

²⁰⁴ Op.cit.

6. Ansvarsvurdering i Danske Bank-sagen

Når Danske Banks erstatningsansvar og den potentielle overtrædelse af deres oplysningsforpligtelser skal vurderes, så vil det først og fremmest være væsentligt at diskutere og sammenholde deres offentliggørelse af kursrelevant information med krav og regler beskrevet i VPHL § 27, samt reglerne om offentliggørelse af intern viden i forbindelse med de periodiske meddelelser.

Selvom VPHL er blevet erstattet af KAP siden kapitalmarkedslovens tiltrædelse 3. januar 2018, så kan hvidvaskningssituationen i Danske Banks estiske filial spores tilbage til 2007, hvor det estiske finanstilsyn udarbejdede en kritisk inspektionsrapport, og hvor den russiske centralbank advarede Danske Bank om kunder med mulig skatteunddragelse og hvidvask. Siden da forekom der whistleblower henvendelse i 2013 omhandlende nogle mistænkelige kundeforhold, rapportering fra Group Internal Audit i 2014, som kritiserede den estiske filials hvidvaskforebyggelsesprocedurer. Derudover evaluerede KPMG Baltikum i 2014 bankens interne hvidvaskprocedurer, som også førte til en meget kritisk inspektionsrapport. Danske Banks mulighed for informationsindsamling, og dermed deres mulighed for at vurdere om en given information vil kunne være specifik og kursrelevant nok til, at den påkrævede en straks offentliggørelse, vil derfor forekomme i perioden, hvor VPHL stadig var gældende lov i retspraksis i Danmark for et børsnoteret selskabs oplysningsforpligtelse.

6.1 Offentliggørelse af kursrelevant information

Selskabets offentliggørelse af kursrelevant information skal sammenholdes med krav stillet i VPHL § 27 stk. 1. Det anføres i VPHL § 27, stk. 1, at:

"En udsteder af værdipapirer, der er optaget til handel på et reguleret marked her i landet, i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Unionen har indgået aftale med på det finansielle område for værdipapirer, eller for hvilke der er indgivet anmodning om optagelse til handel på et sådant marked," ... skal hurtigst muligt offentliggøre intern viden, jf. § 34, stk. 2, såfremt denne viden direkte vedrører udstederens virksomhed".²⁰⁵

Efter VPHL § 34, stk. 2 og 3 forstås der, at dette omhandler specifikke oplysninger, der endnu ikke er offentliggjort viden af selskabet, og der hertil omhandler et forhold eller begivenhed,

²⁰⁵ VPHL § 27, stk. 1

der er igangværende, eller der med rimelighed vil forekomme indenfor fremtiden. Hvis denne viden hertil defineres som havende en mærkbar kursrelevans, så skal disse oplysninger hurtigst muligt straks offentliggøres. Dette vil selvfølgelig være, hvis det ikke er en situation, der påkræver, at selskabet venter indtil, at den givende begivenhed eller forhold er opstået. Det anføres her af Højesteret i UfR 2006.3359 H, som også omhandler Danske Bank A/S dengang de offentliggjorde deres fusion med RealDanmark A/S, at Højesteret finder det relevant, om den pågældende begivenhed eller forhold er formaliseret, og ikke spørgsmålet om beslutningen reelt set er blevet foretaget.²⁰⁶ Hvis det kan fastlægges, at Danske Banks ledelse har været indforstået med situationen i den estiske filial, og de dermed har haft viden om mulig hvidvaskning og mistænkelige kundeforhold, så vil det være afgørende, om denne information vurderes til at have risiko for at være kursrelevant.

Hvis Danske Bank har vurderet, at der ikke forelå en offentliggørelsespligt efter reglerne i VPHL § 27, stk. 1, så burde man have overvejet om de mange kritiske inspektionsrapporter tilsammen ville få betydning for den fremtidige kursdannelse og derfor burde have været offentliggjort i forbindelse med de periodiske meddelelser. Især i 2014 efter en whistleblower henvendelse samt kritiske inspektionsrapporter fra den interne revision og KPMG Baltikum burde man have overvejet, om disse oplysninger tilsammen burde have givet anledning til en offentliggørelse i årsrapporten. Denne vurdering styrkes blandt andet efter, at det er kommet frem, at Erhvervsstyrelsen har indkaldt de daværende revisorer, som reviderede Danske Banks års- og koncernregnskab for 2014, for Revisornævnet. Erhvervsstyrelsen mener, at revisorerne ikke har udført tilstrækkelige revisionshandling med henblik på at kunne vurdere, om rapporternes konklusion havde betydning for revisionen og den afgivne revisionspåtegning.²⁰⁷

6.2 Mærkbarhedskriteriet

Et andet vigtigt element i diskussionen, om hvorvidt Danske Bank burde have informeret markedet omkring forholdene i Estland, er, om den viden mærkbart vil kunne påvirke kursen. I henhold til art. 1(2) i direktiv 2003/124 styres mærkbarhedskriteriet af bonus pater investor, nærmere bestemt som:

"... viden, som en fornuftig investor sandsynligvis vil benytte som en del af grundlaget for sine investeringsbeslutninger".²⁰⁸

²⁰⁶ Pedersen, Thomas Christian og Windberg, Christian Morsø: "Prospektansvaret i dansk ret" (2016) – s. 152

²⁰⁷ Hecklen, Alexander og Jensen, Mikkel: "Efter hvidvaskning i Danske Bank: Revisorer fra Ernst & Young indbringes for Revisornævnet" DR

²⁰⁸ Direktiv 2003/124, art. 1(2)

Det betyder, at viden, som mærkbart kan påvirke kursen, skal offentliggøres. Hvis Danske Bank koncernen i en selskabsmeddelelse eller i forbindelse med de periodiske meddelelser havde offentliggjort konklusionerne fra de kritiske inspektionsrapporter fra 2014, så ville kursudvikling kunne have været anderledes, fordi investorerne nu havde haft et beslutningsgrundlag som indebar usikkerheder omkring hvidvaskskandalens omfang.

Det kan i sig selv være svært at vurdere, hvilken betydning de svigtende hvidvaskforebyggelsesprocedurer ville medføre, men da Danske Bank i en selskabsmeddelelse af 19. september 2018 offentliggjorde oplysninger om hvidvaskskandalens omfang, så faldt aktiekursen de efterfølgende to måneder fra 169 kr. til 125 kr. Men om kursfaldet udelukkende skyldtes disse oplysninger, er en kompliceret vurderingsproces, da andre faktorer på samme tid kan have haft indflydelse på kursen.

6.3 Kausalitet

Hvis Danske Banks løbende oplysningsforpligtelser vedrørende Estland-sagen eller mangel heraf, bedømmes til at være mangelfuld og dermed fejlagtige oplysninger til markedet, så vil der skulle bevises kausalitet og adækvans af investorerne. Det skal hermed bevises, at hvis investorerne havde været fuldt oplyst om situationen og haft alle relevante informationer til rådighed, så ville de ikke have købt aktier i Danske Bank inden et eventuelt fald i kursen. Da Danske Bank i 2018 offentliggjorde deres interne undersøgelse og Finanstilsynet offentliggjorde deres egen undersøgelse i sagen, faldt kursen (se **bilag 2** for Danske Banks aktiekurs).²⁰⁹ Dette skete umiddelbart efter, at markedet blev oplyst om de givende faktorer i sagen og dens omfang. Det kan derfor tyde på, at dette kursfald har haft en årsagssammenhæng med de rapporter og undersøgelser, som har informeret markedet om Danske Banks problematik i Estland og dermed givet markedet den relevante information til at tage en mere fornuftig beslutning om deres investering.

Hvis det vurderes, at Danske Bank ikke har overholdt deres løbende oplysningsforpligtelser, så vil kausalitetsspørgsmålet angående Danske Banks mangelfulde informations-aflæggelse lede til to overordnede hovedpunkter:

1. Hvorvidt investeringer i Danske Bank havde fundet sted, såfremt de offentliggjorte oplysninger var retvisende og fuldendte, og dermed gav et korrekt beslutningsgrundlag for investeringer?

²⁰⁹ Nasdaq, Danske Bank kurs (DK0010274414)

2. Om der er en årsagssammenhæng imellem Danske Banks manglende overholdelse af sine egne oplysningsforpligtelser og det aktuelle tab, som investorer har lidt?

Investorerne, som har lagt erstatningssag an mod Danske Bank, har gjort dette på grundlag af, at de mener, at de har penge til gode for det tab, som de påtog sig efter, at bankens aktiekurs faldt på baggrund af skandalen, og fordi markedet ikke i tilstrækkelig grad blev informeret om hvidvasksagen. Hvis det hermed vurderes, at markedet ikke blev tilstrækkeligt informeret om hvidvasksagen, så vil culpa være opfyldt og Danske Bank vil have skyld. Hvis denne utilstrækkelige og mangelfulde oplysningsforpligtelse derefter har haft direkte årsagssammenhæng med det store fald i Danske Banks aktiekurs, så vil dette skabe kausalitet i sagen, og dermed et kausalt tab for investorerne.²¹⁰

BankTrelleborg-dommen

I bankTrelleborg-sagen fastslår Højesteret, at banken havde handlet ansvarspådragende, fordi man havde udeladt oplysninger i prospektet. Højesterets afgørelse i bankTrelleborg-sagen påviste, at hvis et udstedende selskab har udvist grov uagtsomhed igennem sine handlinger (eller mangel af samme), så kan der igennem kausalitetsvurdering forekomme en formodning for kausalitet, og beviset for årsagssammenhæng vil dermed være reduceret. De juridiske redskaber som Højesteret anvendte i sagen viser, at selvom det omhandler børs- og kapitalmarkedsretten, så vil det være de almindelige erstatningsretlige principper, som culpa og alt denne retsgrundsætning indebærer, der anvendes i dansk retspraksis vedrørende erstatningsspørgsmålet. I Danske Bank-sagen vurderes det derfor, at der vil være et reduceret kausalitetskrav, hvis Danske Bank åbenlyst har tilsidesat pligten til at offentliggøre kursrelevante oplysninger.²¹¹

Commercial-dommen

I forhold til Danske Bank er UfR 2000.2176 H om Commercial en relevant sag, da afgørelsen herved fastslog, at fondsbørsmeddelelser vil have en indflydelse på kursen på værdipapirer. Det fremgår af denne dom - både af flertallet og mindretallet af Højesterets dommere - at ved vurderingen af tabsopgørelsen, bliver der lagt fokus på selve tidspunktet for fremkomsten af nye oplysninger, som har potentialet til at være kursrelevant - i Commercial i henhold til regnskabsmeddelelser, jf. VPHL § 27, stk. 2 og Betingelsesbekendtgørelsen kapitel 6, §§ 21-27. I forhold til tilfældet af Commercial-sagen, så indebar dette også de daværende

²¹⁰ Simonsen, Peter og Kristensen, Mick: "Thomas Borgen sagsøgt for 2,7 mia. kr." Finans

²¹¹ Werlauff, Erik og Peer Schaumburg-Müller "Efter Hafnia - status over prospekt- og emissionsansvaret i dansk ret" i UfR 2002B.437 - s. 445

oplysningsforpligtelsers § 19 (1990) og den dagældende Betingelsesbekendtgørelse §§ 20-22 og anbefalingen om kvartalsmeddelelser i oplysningsforpligtelsernes § 20.²¹²

I forhold til tabsopgørelsen opstiller Werlauff og Moalem et interessant spørgsmål i form af, om det kun er fondsbørsmeddelelser selv, som må formodes at have evnen til enten at erstatte eller korrigerer på tidligere offentliggjort information i form af en tidligere fondsbørsmeddelelse, eller om man kunne medtage andre former for informationer i denne vurdering, som for eksempel hjemmesider og dagspressen.²¹³ Hvis dette var gældende ret, så kunne det have væsentlig betydning for tabsopgørelsen, og kausalitetsbedømmelsen i erstatningssager som Danske Bank, da det ville medføre, at netop information fra kilder som dagspressen og diverse hjemmesider kan gøre indholdet af tidligere fondsbørsmeddelelser forældet, og dette vil dermed ikke kunne stå til troende længere. Herved vil tabsbegrænsningspligten konkret kunne indtræde, selvom offentligheden og markedet faktisk ikke er blevet oplyst eller informeret igennem en selskabsmeddelelse fra udsteder selv. På grundlag af SØ- og Handelsrettens begrundelse i UfR 2002.2067 H om Hafnia om at tillægge fondsbørsmeddelelser og prospekter betydning, så vil det umiddelbart blive anset for gældende ret, at det alene må være selskabets egne informationer i form af fondsbørsmeddelelser eller prospekter, som kan ændre tidligere offentliggjort information.²¹⁴ Det er samtidigt et interessant spørgsmål at sondre over – specielt når sagens omfang og omtale har været et omdrejningspunkt i de fleste danske medier igennem de seneste år.

Danske Banks forbindelse med hvidvask har tidligere været kendt af Finanstilsynet inden Danske Banks egen selskabsmeddelelse af den 19. september 2018. Både i 2012 og 2016 anmærkede Finanstilsynet, også med offentlige artikler, Danske Banks problemer med overholdelse af gældende regler på hvidvaskområdet.²¹⁵

Afgørelsen af UfR 2000.2176 H om Commercial kan hermed være med til at fastlægge et vigtigt punkt i forhold til kausalitetsvurderingen af Danske Banks fremtidige erstatningsansvarssag. Af dommen bliver det fastslået, at det stillede krav til årsagsforbindelse kan formindskes i sager, hvor der ses grov uagtsomhed. Det bliver samtidig vist, at hvis der forekommer ny information, som har til formål at afløse den tidligere fejlagtige information, så vil investorernes krav til de oprindelige informationer være formindsket. Af Højesteret dommenes afgørelse kan det hermed konkluderes, at den kausale sammenhæng imellem offentliggjort information og investors tab har en begrænset levetid.

²¹² Werlauff & Moalem: *"Værdipapirhandelsloven med kommentarer"* (2006) – s. 257

²¹³ Op.cit. – s. 257

²¹⁴ Op.cit. – s. 257-258

²¹⁵ Finanstilsynet: *"Redegørelse om inspektion i Danske Bank (Hvidvaskområdet)* d. 21-03-2016

6.4 Adækvans

Vurderingen af, om der findes adækvans i Danske Bank-sagen, vil i høj grad følge spørgsmålet om, der forelægger kausalitet, og derfor vil vurderingen om retsstridigheder også have betydning for adækvansvurderingen. Omdrejningspunktet vil derfor være, at det skal sandsynliggøres, at Danske Bank aktien ville have haft en højere risikoprofil, hvis investorerne var informeret omkring hvidvaskskandalens alvor og omfang. Det kan hermed diskuteres, om Danske Bank burde have vist, at den manglende offentliggørelse af information omkring situationen i Estland kunne have været betydningsfuldt for investorernes beslutningsgrundlag og på sigt ville kunne medføre et tab. Indenfor investeringsbranchen er det velkendt, at risiko hænger sammen med investeringsvillighed, hvorfor Danske Banks manglende information til markedet medfører, at aktien bliver mindre risikabel.²¹⁶

På baggrund af dette vurderes det, at adækvansspørgsmålet ikke vil fylde meget i en kommende retssag for Danske Bank, da det i høj grad er en del af spørgsmålet om, hvorvidt der kan påvises kausalitet, og investorernes tab herved er påregneligt.

6.5 Accept af risiko og egen skyld

Danske Bank investorerne, som købte aktier på sekundærmarkedet i perioden fra 2014 frem til selskabsmeddelelsen 19. september 2018, har handlet på baggrund af den information, som var tilgængelig for markedet. En vurdering af investorernes accept af risiko og egen skyld kan i Danske Banken-sagen ses i relation til Hafnia-dommen.

Hafnia-dommen

Højesterets afgørelse af U.2002.2067 H påviser, at erstatningsretten ikke kan frifinde investorer fra risici, som de har påtaget sig af eget ansvar. Investorer har et ansvar for at have en forståelse for og fortolkning af de tilgængelige informationer, der er af det pågældende udstedende selskab.²¹⁷ Højesteret bemærkede i Hafnia-sagen, at:

"... den enkelte investors beslutning om aktieinvestering i første række skete ud fra en afvejning af risikoen over for udsigten til gevinst ved genopretning af Hafnias økonomi"²¹⁸

²¹⁶ Pedersen, Thomas Christian og Windberg, Christian Morsø: "Prospektansvaret i dansk ret" (2016) – s. 155

²¹⁷ U.2002.2067 H

²¹⁸ Schaumburg-Müller, Peer og Werlauff, Erik: "Efter Trelleborg - om emittentselskabets eget prospektansvar" i U.2013B.198 – s. 200

Det blev altså fastslået i Hafnia-sagen, at der ikke kun stilles krav til det udstedende selskab, men der bliver også stillet krav til investors egen agtpågivenhed. Investors accept af risiko og egen skyld vurderes derimod ikke til at være et omdrejningspunkt i Danske Bank-sagen, da efter en gennemgang af årsrapporter og selskabsmeddelelser igennem hele perioden kan det konstateres, at problemernes alvor med hvidvask i den Estiske filial ikke var offentligt tilgængeligt, og investorerne kunne dermed ikke benytte denne viden som en del af deres beslutningsgrundlag. Danske Bank offentliggjorde den 21. september 2017 igennem en selskabsmeddelelse, at de påbegyndte undersøgelser af den Estiske filial, men sagens alvor og omfang blev ikke tydeliggjort. Først i en selskabsmeddelelse af den 19 september 2018 blev investorerne informeret om sagens fulde omfang. Spørgsmålet om, hvorvidt investorer, som har handlet i perioden 2014 frem til 19 september 2018, har accepteret risici må anses som værende usandsynligt, da man ikke har været bekendt med de mulige risici, som hvidvaskskanalen kunne medføre. Med sagens forløb taget i betragtning vil det derfor formodes, at investorerne ikke har udvist egen skyld.

6.7 Ansvar

Der har siden 2007, hvor Danske Bank overtog Sampo Bank i Estland, været mange advarsler fra myndigheder, tilsyn og den interne revision. Men først i september 2017 iværksætter Danske Bank en reel undersøgelse for at kunne vurdere omfanget af sagen og de givne problematikker Estland. I maj 2018 offentliggør Finanstilsynet sin undersøgelse, som fører til påbud og påtaler til Danske Bank, og i september 2018 fremlægger Danske Bank sin egen advokatundersøgelse, som tydeliggør, at der har været af talrige fejl og advarsler, som man ikke har reageret på. Thomas F. Borgen, tidligere adm. Direktør i Danske Bank, udtalte efterfølgende i TV avisen:

"... mindre og større advarsler som vi i dag ville have set i en større sammenhæng"²¹⁹

Thomas Borgens udtalelse i TV-avisen indikerer som udgangspunkt, at Danske Bank ikke var klar over det fulde omfang af situationen i den estiske filial. I 2012 informerede de Finanstilsynet om, at de havde kontrol over situationen i den estiske filial, og at deres kontroller og foranstaltninger matchede det pågældende risikoniveau. Hvis det til gengæld viser sig, at Danske Bank var klar over at hvidvaskprocedurerne ikke var tilstrækkelige, men bevidst har fortiet sandheden, fordi indtjeningen var god, så kan det vise sig at være groft uagtsomt culpa.

²¹⁹ Christiansen, Casper Helweg: "Hvidvask-skandalen: Så mange advarsler fik Danske Bank" DR (0:14 – 0:20 i videoklip)

Om Danske Bank eller deres ledelse har erstatningsansvar overfor investorer, som har lidt tab efterfølgende denne krise er altafhængende af, om Danske Banks handlinger har været uagtsomme og dermed ført til et kausalt tab. Efter udtalelser fra blandt andet Thomas F. Borgen og belysning af sagens forløb, fra 2007 og til nu, så kan det tyde på, at der har været informationer, som er kommet til bekendtskab for Danske Bank, der har været kursrelevante.

På baggrund af det informationsgrundlag, som er gennemgået i afsnit 5.1 *Tidslinje over Danske Bank-sagen*, vurderes det, at situationen i Danske Banks estiske filial var så omfattende, at man burde have offentliggjort konklusionerne fra inspektionsrapporterne, som blev foretaget af den interne revision i Danske Bank og KPMG Baltikum i 2014. Det vurderes derfor, at hvis der ikke forelå en offentliggørelsespligt efter reglerne i VPHL § 27, stk. 1, så burde Danske Bank have været offentliggjort informationerne i forbindelse med de periodiske meddelelser, da de mange kritiske inspektionsrapporter tilsammen ville få betydning for den fremtidige kursdannelse. Danske Bank burde have været bevidst om, at den manglende overholdelse af hvidvasklovgivningen på sigt kunne medføre store bødeforelæg, hvilket må antages at være information, som er relevant for den fremtidige kursdannelse. Investorernes investeringsgrundlag bygger på en forudsætning om, at alt relevant information er tilgængeligt og offentliggjort, hvilket det åbenlyst ikke har været i Danske Banks tilfælde.

Det vurderes, at resultatet af en fremtidig erstatningssag for Danske Bank vil være stærkt afhængig af påvisningen for kausaliteten mellem Danske Banks handlinger, eller mangel af samme, og investorernes lidte tab.

7. Konklusion

Der gælder nogle helt særlige oplysningsforpligtelser for en børsnoteret bank, og der skelnes her mellem de løbende oplysningsforpligtelser og de periodiske oplysningsforpligtelser. Disse oplysningsforpligtelser har tidligere været bestemt af VPHL kap. 7 (§§ 27-30) og markedsmisbrugsdirektivet (direktiv 2003/6/EF af 28. januar 2003), men er begge i nyere tid blevet erstattet af henholdsvis kapitalmarkedsløven og markedsmisbrugsdirektivet. Kapitalmarkedsløven §§ 26-27 bestemmer nu et børsnoteret selskabs periodiske oplysningsforpligtelser, og markedsmisbrugsforordningen art. 17, stk. 1 bestemmer nu et børsnoteret selskab løbende oplysningsforpligtelser. Den væsentligste forskel for overgangen fra VPHL til KAP, samt MAD til MAR, ses vedrørende de løbende oplysningsforpligtelser, da Daimler-dommen medførte en ændring i definition af "specifik viden", og hvornår dette udgør intern viden.

Spørgsmålet om, hvornår intern viden medfører straks-offentliggørelsespligt afhænger af, om hændelsen mærkbart ville kunne påvirke kursdannelsen, og om hændelsen kan forventes at indtræde. Hvis enkeltforholdet ikke alene - men kun sammen med en række andre kan forhold kan få betydning for kursdannelsen - så medfører det i stedet en pligt til at offentliggøre forholdet i forbindelse med de periodiske meddelelser. Det børsnoteret selskab kan også vælge at udsætte offentliggørelsen af en intern viden, men det kræver, at man overholder samtlige betingelser, som nævnes i markedsmisbrugsforordning artikel 17, stk. 4.

Det kan konkluderes, at et børsnoteret selskab kan ifalde sig et erstatningsansvar, hvis det ikke overholder de gældende oplysningsforpligtelser. Det børsnoterede selskab kan ifalde sig erstatningsansvar overfor investorer mv., der har lidt et kausalt tab, når der ved dette tab kan påvises, at der forekommer et forsvarligt og fyldestgørende ansvarsgrundlag. Der skal hertil vurderes at være årsagssammenhæng og påregnelighed imellem den mangelfulde, fejlagtige eller vildledte offentliggjorte information til markedet og investors tab. Det fremgår dog af tidligere domme, at kausalitetskravet bliver afsvækket, hvis der foreligger tydelige overtrædelser af reglerne vedrørende oplysningsforpligtelserne for et børsnoteret selskab. Dette fastslog Højesteret blandt andet i tidligere afgørelser som Commercial-dommen og herefter i bankTrelleborg-dommen, hvor Højesteret fandt, at hvis der forekommer grovere culpa, så vil der forekomme et reduceret krav til kausalitetsbeviset. Af Højesterets afgørelse blev børsselskabet og den involverede ledelse - i både Commercial og bankTrelleborg - pålagt erstatningsansvar efter offentliggørelse af misvisende og vildledende informationer.

Vores samlede vurdering af Danske Bank-sagen er, at der eksisterer et grundlag for at holde Danske Bank og ledelsen erstatningssvarlige for det tab, som investorerne, der har handlet i perioden 2014 til og med 19. september 2018, har lidt, da investeringsgrundlaget ikke har

indeholdt alle relevante oplysninger. På baggrund af det tilgængelige informationsgrundlag, som har været til rådighed ved afhandlingens udarbejdelse, så kan der være et grundlag for, at ledelsen burde have set enkelte forhold og advarsler i en større sammenhæng. Hvis ledelsen har vurderet, at man kunne tilsidesætte pligten til at straks offentliggøre efter reglerne i VPHL § 27 stk. 1, da de enkelte forhold i sig selv ikke ville få betydning for den fremtidige kursdannelse, så kunne disse enkelte forhold i sin helhed tilsammen udgøre intern viden, som derfor burde være offentliggjort i forbindelse med de periodiske meddelelser.

I dansk retspraksis ses det dog, at det kan være vanskeligt at bevise, at det tab, som investor har lidt, har årsagssammenhæng med ledelsens handlinger, og det vil dermed være besværligt at bevise ledelsens ansvarspådragelse i sagen. Det vurderes derfor, at en fremtidig retssag vil betyde, at investorerne, som har lagt an til søgsmål mod Danske Bank, skal løfte bevisbyrden for kausalitet, og sagens udfald vil derfor være afhængig af, hvorvidt der kan bevises årsagssammenhæng mellem Danske Banks handlinger og investorernes tab.

Vi vurderer, at vi tidligere har haft danske sager, som kan danne grundlag for at bedømme sagen ved en kommende retssag mod Danske Bank. Hvis skuffede investorer lægger an til et søgsmål mod Danske Bank for det tab, de har lidt ved ikke at være informeret omkring forholdene i Estland, så vil sager som Hafnia-dommen, bankTrelleborg-dommen, Commercial-dommen suppleret med den tyske erstatningssag Daimler-dommen danne grundlag for bedømmelsen.

8. Litteraturliste

8.1 Bøger:

Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul: *"Børsretten"* Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 5. udg. 1. oplag 2014

Bergenser, Søren: *"Tilsynsrådets erstatningsansvar"* Karnov Group, 1. udg. 2012

Hansen, Lone L. og Werlauff, Erik: *"Den juridiske metode – en introduktion"* Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 1. udg. 2013

Halling-Overgaard, Søren: *"Advokaters erstatningsansvar"* Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 3. udg. 2011

Pedersen, Thomas C. og Windberg, Christian M.: *"Prospektansvaret I dansk ret – en juridisk analyse af ansvarsgrundlaget for fejlbehæftede børsprospekter"* Werlauff Publishing A/S, 2016

Ulfbeck, Vibe: *"Erstatningsretlige Grænseområder"* Djøf Forlag, 2. udg. 2010

Werlauff, Erik: *"Erstatningsansvar i selskabsforhold"* Werlauff Publishing A/S, 1. udg. 1. oplag 2016

Werlauff, Erik og Peer Schaumburg-Müller: *"Børs- og kapitalmarkedsret"* Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 5. udg. 1. oplag 2012

Werlauff, Erik, Moalem, David og Moalem, Dan: *"Værdipapirhandelsloven med kommentarer"* Gjellerup/Gads Forlag, 1. udg. 1. oplag 2006

8.2 Domme og kendelser

Sag C-19/11 – Daimler AG

Sag P-35-12 – Amagerbanken

UfR 2013.1107 H – bankTrelleborg

UfR 2000.2176 H – Commercial

UfR 2002.2067 H – Hafnia

UfR 2009.1265 SH – Cheminova

UfR 2015.2075 H – Memory Card

UfR 2000.595 H – Hope Computer

UfR 2014.1346 H – eHuset

UfR 2005.523 H – Molsfærgen

UfR 2017.1712 H – Sydbank

UfR 2018.49 H – Jyske Bank

UfR.2019.1907 H – Capinordic

UfR 2006.3359 H – Danske Bank A/S

UfR 2005.984 H – Midtbank

UfR 2012.524 H

485 U.S. 224 – Basic, Inc. V. Levinson

8.3 Tidsskriftartikler:

Abstrakt af Werlauff, E & Schaumburg-Müller, P 2013, *"Offentliggørelse af kursrelevante oplysninger: Hvilken betydning har "mellemliggende trin" for det lovpligtige offentliggørelsestidspunkt?"* i E U-Ret & Menneskeret, bind Årg. 19, nr. 5, s. 209-214
<https://vbn.aau.dk/da/publications/offentligg%C3%B8relse-af-kursrelevante-oplysninger-hvilken-betydning-h>

Berg, Stinne Richter: *"Erstatning ved prækontraktuel ansvar"* i ET.2009.261
<https://pro-karnovgroup-dk.zorac.aub.aau.dk/document/7000413440/1>

H.D. 28. juni 2002: *"Trods visse kritikpunkter mod børsprospekt ikke erstatningsansvar for emissionsbank m.fl."* i U.2002.2067 H
<https://pro-karnovgroup-dk.zorac.aub.aau.dk/document/7000252786/1>

Schaumburg-Müller, Peer og Werlauff, Erik: *"Efter Trelleborg - om emittentselskabets eget prospektansvar"* i U.2013B.198
<https://pro-karnovgroup-dk.zorac.aub.aau.dk/document/7000530258/1>

Schaumburg-Müller, Peer og Werlauff, Erik: *"Ansvar for børsmission Af"* i UfR 1997B.456
<https://pro-karnovgroup-dk.zorac.aub.aau.dk/document/7000204517/1>

Udskrift af Sø- og Handelsrettens dombog, sag P-35-12
<http://domstol.fe1.tangora.com/media/-300011/files/P-0035-12.pdf>

Werlauff, Erik og Peer Schaumburg-Müller "Efter Hafnia – status over prospekt- og emissionsansvaret i dansk ret" i UfR 2002B.437 [Set xx]

<https://pro-karnovgroup-dk.zorac.aub.aau.dk/document/7000256263/1>

Werlauff, Erik: "Selskaberstatningsrettens »tilpasningspunkt«" i U.2015B.244

<https://pro-karnovgroup-dk.zorac.aub.aau.dk/document/7000728593/1>

8.4 Notater:

Finanstilsynets VEJ nr. 9973 af 9. oktober 2017: "Vejledning – Hvornår skal en udsteder offentliggøre oplysninger i finansielle rapporter som intern viden?"

<https://www.finanstilsynet.dk/nyheder-og-presse/sektornyt/2017/hvornaar-skal-en-udsteder-offentliggore-oplysninger-i-finansielle-rapporter-som-intern-viden>

Finanstilsynet: "Danske Banks ledelse og styring i hvidvasksagen i den estiske filial" d. 03-05-2018

<https://www.finanstilsynet.dk/~media/Nyhedscenter/2018/DB-afgorelse-030518-pdf.pdf?la=da>

Finanstilsynets afgørelse: "Danske Banks ledelse og styring i hvidvasksagen i den estisk filial" d. 03-05-2018

<https://www.finanstilsynet.dk/Nyheder-og-Presse/Pressemeddelelser/2018/Danskebank-hvid-030518>

Finanstilsynet: "Intern viden" d. 19-12-2017

<https://www.finanstilsynet.dk/Lovgivning/MAR1/MAR-for-udstedere/Oplysningsforpligtelser/Intern-viden>

Finanstilsynet: "Ledende medarbejdere" d. 19-12-2017 (opdateret: 29-05-2018)

<https://www.finanstilsynet.dk/Lovgivning/MAR1/MAR-for-udstedere/Oplysningsforpligtelser/Ledende-medarbejdere>

Finanstilsynet: "Ny prospektforordning sikrer et effektivt indre marked" d. 27-05-2019

<https://www.finanstilsynet.dk/Nyheder-og-Presse/Nyhedsbreve-for-kapitalmarkedsomraadet/2019/Nyhedsbrev-maj-2019/Artikel-3>

Finanstilsynet: *"Overblik over reglerne"* d. 30-08-2019

<https://www.finanstilsynet.dk/Lovgivning/MAR1/MAR-for-ledende-medarbejdere/Overblik-over-reglerne>

Finanstilsynet: *"Redegørelse om Finanstilsynets tilsyn med Danske Bank i forhold til Estlandsagen"* – J.nr. 19186-0214 – d. 28-01-2019

<https://www.finanstilsynet.dk/~media/Nyhedscenter/2019/Redegrelse-om-Finanstilsynets-tilsyn-med-Danske-Bank-i-forhold-til-Estlandsagen-med-bilag.pdf>

Finanstilsynet: *"Redegørelse om inspektion i Danske Bank (Hvidvaskområdet)"* d. 21-03-2016

https://www.finanstilsynet.dk/Tilsyn/Vurderinger-af-finansielle-virksomheder/Vurdering-af-finansielle-virksomheder-2016/Redegorelse_Danske-Bank_hvidvaskomraadet_210316

Finanstilsynet: *"Redegørelse om Finanstilsynets tilsyn med Danske Bank i forhold til Estlandsagen"* d. 29-01-2019

<https://www.finanstilsynet.dk/Nyheder-og-Presse/Pressemeddelelser/2019/Redegoerelse-om-tilsyn-med-Danske-Bank-i-forhold-til-Estlandsagen-290119>

Finanstilsynet: *"Udsættelse af offentliggørelse af intern viden"* d. 19-12-2017 (opdateret: 09-12-2019)

<https://www.finanstilsynet.dk/Lovgivning/MAR1/MAR-for-udstedere/Udsettelse-af-offentliggorelse-af-intern-viden>

Finanstilsynet: *"Udsteder af værdipapirer"* d. 18-11-2014 (opdateret: 16-09-2019)

<https://www.finanstilsynet.dk/Lovgivning/EU-lovsamling/Vaerdipapir/Udsteder>

Finanstilsynet: *"Udsteders periodiske oplysningsforpligtelser"* d. 19-12-2017

<https://www.finanstilsynet.dk/Lovgivning/MAR1/MAR-for-udstedere/Oplysningsforpligtelser/Udsteders-periodiske-oplysningsforpligtelser>

Højesteret, Sag 226/2015: *"Om erstatningsansvar for ledelsesmedlemmer i Capinordic Bank"*

<https://domstol.dk/hoejesteret/hoejesteret/nyheder/Afgorelser/Pages/Omerstatningsansvarfor-oredelsesmedlemmeriCapinordicBank.aspx>

Finanstilsynet notat: *"Udsteders pligt til at offentliggøre intern viden"* af 19. april 2007.

<https://www.finanstilsynet.dk/upload/Finanstilsynet/Mediafiles/newdoc/pressemeddelelser/2007/FT%20notat%20om%20udstederes%20oplysningsforpligtelser.pdf>

8.5 Artikler:

Brahm, Kristoffer og Iversen, Claus: *"Forsikringselskaber siger fra: Aktionerne må selv betale kæmpekrav mod Danske Bank-toppen"* Finans d. 21-02-2020

<https://finans.dk/finans2/ECE11958539/forsikringselskaber-siger-fra-aktionaererne-maa-selv-betale-kaempekrav-mod-danske-banktoppen/?ctxref=ext>

Christiansen, Casper Helweg: *"Hvidvask-skandalen: Så mange advarsler fik Danske Bank"*

DR d. 01-11-2018

<https://www.dr.dk/nyheder/penge/hvidvask-skandalen-saa-mange-advarsler-fik-danske-bank>

DLA Piper: *"Den nye markedsmisbrugsforordning og realitetsgrundsætningen"* d. 26-05-2016

<https://www.jurainfo.dk/nye-markedsmisbrugs-forordning-realitetsgrundsætningen/>

DLA Piper: *"Ændringer i kapitalmarkedsloven – Fra værdipapirhandelsloven til kapitalmarkedsloven"* december 2017

<https://www.dlapiper.com/~media/files/insights/publications/2017/12/aendringer-i-kapitalmarkedsloven2.pdf>

Hecklen, Alexander og Jensen, Mikkel: *"Efter hvidvasksag i Danske Bank: Revisorer fra Ernst & Young indbringes for Revisornævnet"* DR d. 29-01-2020

<https://www.dr.dk/nyheder/penge/efter-hvidvasksag-i-danske-bank-revisorer-fra-ernst-young-indbringes-revisornaevnet>

Horten: *"Hvornår ved en aktionær for meget til at kunne kræve erstatning?"* d. 25-08-2014

<https://www.horten.dk/nyhedsliste/2014/august/hvornaar-ved-en-aktionaer-for-meget-til-at-kunne-kræve-erstatning>

Kromann Reumert: *"Den nye kapitalmarkedslø: Hvad bør du vide?"* d. 03-01-2018

<https://www.kromannreumert.com/Nyheder/2018/01/Den-nye-kapitalmarkedslø-Hvad-boer-du-vid>

Molin, Theis Ehler: *"Hvem skal betale, når hvidvaskskandalerne ruller, og finanserne krakker? Ikke topcheferne, mener Danske Banks bestyrelse"* Zetland d. 06-03-2020

<https://www.zetland.dk/historie/s8DPBZyz-aekdaa3R-4c607>

Nue, Josephine: *"Forstå sagen om hvidvask i Danske Bank"* DR d. 06-08-2018

<https://www.dr.dk/nyheder/penge/forstaa-sagen-om-hvidvask-i-danske-bank?fbclid=IwAR0YnjTFG0E7DnQVO7kiFxFoAZCuuEMxNQw3DW66ckbHR7MDc49gF7N9CTc>

PWC: *"Anti-Money Laundering (AML)"*

<https://www.pwc.dk/da/services/business-ethics-forensics-data-analytics/business-ethics/anti-money-laundering.html>

/Ritzau/FINANS & Rasmus Bendtsen: *"Australiske IMF Bentham vil betale et dansk søgsmål mod Danske Bank"* Finans d. 22-01-2019

<https://finans.dk/finans2/ECE11140824/australske-imf-bentham-vil-betale-et-dansk-soegsmaal-mod-danske-bank/>

Simonsen, Peter og Kristensen, Mick: *"Thomas Borgen sagsøgt for 2,7 mia. kr."* Finans d. 21-02-2020

<https://finans.dk/finans2/ECE11957382/thomas-borgen-sagsoegt-for-27-mia-kr/?ctxref=ext>

Werlauff, Erik: *"Hvorfor blev Amagerbankens bestyrelse og direktion blankt frifundet"*

Din§Jura 2017

<https://www.dinjura.com/2017/08/29/hvorfor-amagerbankens-bestyrelse-direktion-blankt-frifundet/>

Werlauff, Erik *"Kursrelevant nyt skal offentliggøres straks – ellers skal du have en plan for udskydelse klar"* Din§Jura 2018 nr. 1

<https://www.dinjura.com/2018/02/19/kursrelevant-nyt-skal-offentliggoeres-straks-ellers-skal-du-have-plan-udskydelse-klar/>

8.6 Andet:

Bruun & Hjejle: "Rapport om non-resident porteføljen i Danske Banks estiske filial"

<https://danskebank.com/-/media/danske-bank-com/file-cloud/2018/9/rapport-om-non-resident-portefoeljen-i-danske-banks-estiske-filial.pdf?rev=eceb7d46b66f486e88a4dd0f2196e4bf&hash=6E4C665506EC954D3214E9BBAE6E3A8D>

Danske Bank: "Om os – Corporate Governance - Compliance"

<https://danskebank.com/da/om-os/corporate-governance/compliance>

Europa-Kommissionen: "Kapitalmarkedsunionen – En plan, der skal frigøre midler til Europas vækst"

https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/capital-markets-union_da

eLov: "Juridisk ordbog – Culpareglen" d. 05-10-2014

<https://www.elov.dk/juridisk-ordbog/culpareglen/>

Nasdaq, Danske Bank kurs (DK0010274414)

<http://www.nasdaqomxnordic.com/osakkeet/microsite?languageId=5&Instrument=CSE1586&symbol=DANSKE&name=Danske%20Bank>

Pressemeddelelse fra Danske Bank af 21. september 2017: "Danske Bank udvider undersøgelse af estisk filial"

<https://danskebank.com/da/news-og-insights/nyhedsarkiv/press-releases/2017/pm21092017>

Pressemeddelelse fra Danske Bank af 19. september 2018: "Konklusioner på undersøgelserne vedrørende Danske Banks estiske filial"

<https://danskebank.com/da/news-og-insights/nyhedsarkiv/press-releases/2018/pm19092018>

Werlauff, Erik: "PowerPoint lektion 12-B" i faget Kapitalmarkedets virksomheder

Werlauff, Erik: *"PowerPoint Lektion 3 – god skik, priser, kontrakter"* i faget Finansielle virksomheder

8.7 Lovregister

Bekendtgørelse nr. 1046 af 27. oktober 2004, om god skik for finansielle virksomheder

<https://www.retsinformation.dk/eli/lta/2004/1046>

Betænkning nr. 1498 fra november 2008, modernisering af selskabsretten

[http://kb-prod-dab-](http://kb-prod-dab-01.kb.dk:8080/wayback/20151119132847/http://www.statensnet.dk/betaenkninger/1401-1600/1498-2008/1498-2008_pdf/printversion_1498-2008.pdf)

[01.kb.dk:8080/wayback/20151119132847/http://www.statensnet.dk/betaenkninger/1401-1600/1498-2008/1498-2008_pdf/printversion_1498-2008.pdf](http://www.statensnet.dk/betaenkninger/1401-1600/1498-2008/1498-2008_pdf/printversion_1498-2008.pdf)

Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014 af 16. april 2014 om markedsmisbrug

[https://eur-lex.europa.eu/legal-](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DA/TXT/?uri=uriserv%3AOJ.L_.2014.173.01.0001.01.DAN)

[content/DA/TXT/?uri=uriserv%3AOJ.L_.2014.173.01.0001.01.DAN](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DA/TXT/?uri=uriserv%3AOJ.L_.2014.173.01.0001.01.DAN)

Europa-Parlamentets og rådets forordning (EU) 2017/1129 af 14. juni 2017

(prospektforordning)

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DA/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017R1129&from=DA>

Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2005/60/EF af 26. oktober 2005 om forebyggende foranstaltninger mod anvendelse af det finansielle system til hvidvaskning af penge og finansiering af terrorisme

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DA/TXT/?uri=CELEX%3A32005L0060>

Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/109/EF af 15. december 2004 om harmonisering af gennemsigtighedskrav

[https://eur-lex.europa.eu/legal-](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DA/TXT/?qid=1433164117412&uri=CELEX:02004L0109-20110104)

[content/DA/TXT/?qid=1433164117412&uri=CELEX:02004L0109-20110104](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DA/TXT/?qid=1433164117412&uri=CELEX:02004L0109-20110104)

Kommissionens direktiv 2003/124/EF af 22. december 2003 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF med hensyn til definition og offentliggørelse af intern viden og definition af kursmanipulation

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DA/ALL/?uri=CELEX:32003L0124>

LOV nr 632 af 08/06/2016

<https://www.finanstilsynet.dk/Lovgivning/MAR1/Generelt-om-MAR/~media/Lovgivning/MAR/Vedtaget-lovforslag-pdf.pdf?la=da>

Værdipapirhandelsloven

Kapitalmarkedsloven

Retsplejeloven

Selskabsloven

Erstatningsansvarsloven

Bilag 1

Forskellen mellem værdipapirhandelsloven og kapitalmarkedsloven

Værdipapirhandelsloven	Kapitalmarkedsloven	Relateret lovgivning
Afsnit 2 – Udstedere og udbydere		
<i>Prospekter</i>		Prospektforordningen
<ul style="list-style-type: none"> • Kap 6: Optagelse af værdipapirer til handel på et reguleret marked, officiel notering og offentlige udbud af værdipapirer over 5.000.000 euro m.v. • Kap 12: Prospekter ved offentlige udbud af værdipapirer mellem 1.000.000 euro og 5.000.000 euro (udgår) 	<ul style="list-style-type: none"> • Kap 3: Prospekter 	Forordning om markedsmisbrug (MAR) Forordning om anvendelse af internationale regnskabsstandarder Benchmarkforordningen
<i>Repræsentanter</i>		Prospektbekendtgørelsen
<ul style="list-style-type: none"> • Kap 2a: Anvendelse af repræsentanter i forbindelse med obligationsudstedelse 	<ul style="list-style-type: none"> • Kap 4: Repræsentanter i forbindelse med obligationsudstedelser 	Udstederbekendtgørelsen
<i>Oplysningsforpligtelser</i>		
<ul style="list-style-type: none"> • Kap 7: Oplysningsforpligtelser 	<ul style="list-style-type: none"> • Kap 5: Oplysningsforpligtelser for udsteder 	
<i>Redegørelse om udsættelse af offentliggørelse af intern viden</i>		
<ul style="list-style-type: none"> • § 28 (udsættelse af offentliggørelse af intern viden) 	<ul style="list-style-type: none"> • Kap 6: Redegørelse om udsættelse af offentliggørelse af intern viden 	

Afsnit 5 – Regulerede markeder		
<i>Optagelse til handel, suspension, sletning og overvågning</i>		Betingelsesbekendtgørelsen
<ul style="list-style-type: none"> • Kap 3: Fælles bestemmelser <ul style="list-style-type: none"> ◦ § 11 • Kap 4: Drift af reguleret marked <ul style="list-style-type: none"> ◦ § 18, stk. 2, nr. 7-11 • Kap 6: Optagelse af værdipapirer til handel på et reguleret marked <ul style="list-style-type: none"> ◦ § 21, stk. 1-5 ◦ § 25, stk. 1-2 • Kap 28: Straffebestemmelser m.v. <ul style="list-style-type: none"> ◦ § 93, stk. 3, pkt. 6 	<ul style="list-style-type: none"> • Kap 14: Optagelse til handel, suspension, sletning og overvågning 	Bekendtgørelse om koncerninterne transaktioner
Afsnit 6 – MHF og OHF		
<i>Handel, suspension eller sletning af finansielle instrumenter</i>		
<ul style="list-style-type: none"> • Kap 3: Fælles bestemmelser <ul style="list-style-type: none"> ◦ § 11 	<ul style="list-style-type: none"> • Kap 20: Handel, suspension eller sletning af finansielle instrumenter 	
Afsnit 11 – Tilsyns-, kontrol- og offentliggørelsesregler m.v.		
<i>Tilsyn, kontrol m.v.</i>		CO2-auktioneringsforordningen
<ul style="list-style-type: none"> • Kap 3: Fælles bestemmelser <ul style="list-style-type: none"> ◦ § 12 e (§221) • Kap 7: Oplysningsforpligtelser <ul style="list-style-type: none"> ◦ § 28 a (§223) • Kap 25: Tilsyn, kontrol m.v. • Kap 26: Finanstilsynets bestyrelse • Kap 28: Straffebestemmelser m.v. 	<ul style="list-style-type: none"> • Kap 37: Tilsyn, kontrol m.v. 	Forordningen om markedsmisbrug (MAR) Shortsellingforordningen EMIR-forordningen MiFIR

<i>Tavshedspligt</i>		CSDR
<ul style="list-style-type: none"> Kap 26: Finanstilsynets bestyrelse 	<ul style="list-style-type: none"> Kap 38: Tavshedspligt 	
<i>Offentliggørelse</i>		Tærskelbekendtgørelsen
<ul style="list-style-type: none"> Kap 26: Finanstilsynets bestyrelse 	Kap 40: Offentliggørelse	<p>Offentliggørelsesbekendtgørelsen</p> <p>Bekendtgørelse om finansiering af driften af regnskabskontrol med visse virksomheder</p> <p>Vejledning om virkningen af Finanstilsynets hhv. Erhvervsstyrelsens afgørelser om ændring af regnskabsinformation i års- og delårsrapporter i børsnoterede virksomheder</p>
Afsnit 13 – Straffebestemmelser		
<ul style="list-style-type: none"> Kap 28: Straffebestemmelser mv. 	<ul style="list-style-type: none"> Kap 42: Straffelagte bestemmelser i denne lov 	<p>Bekendtgørelse om anvendelse af administrative bødeforlæg</p> <p>Straffeloven</p>

Kilde²²⁰

²²⁰ Egen tilvirkning samt DLA Piper: Ændringer i kapitalmarkedsloven – Fra værdipapirhandelsloven til kapitalmarkedsloven

Bilag 2

Danske Banks aktiekurs jan 2014 – dec 2019 på Nasdaq OMX NordicKilde²²¹

²²¹ Nasdaq, Danske Bank kurs (DK0010274414)