

Fokus

- Prospektansvar og arbejdet med prospekter

Med Højesterets dom af 18. januar 2013 i bankTrelleborg-sagen er der pustet liv i prospektansvaret efter dansk ret. Derfor sætter vi i dette nyhedsbrev fokus på prospektansvaret og på de praktiske forholdsregler, som selskaberne og de professionelle aktører på kapitalmarkedet skal iagttage for at sikre sig mod investorers erstatningskrav.

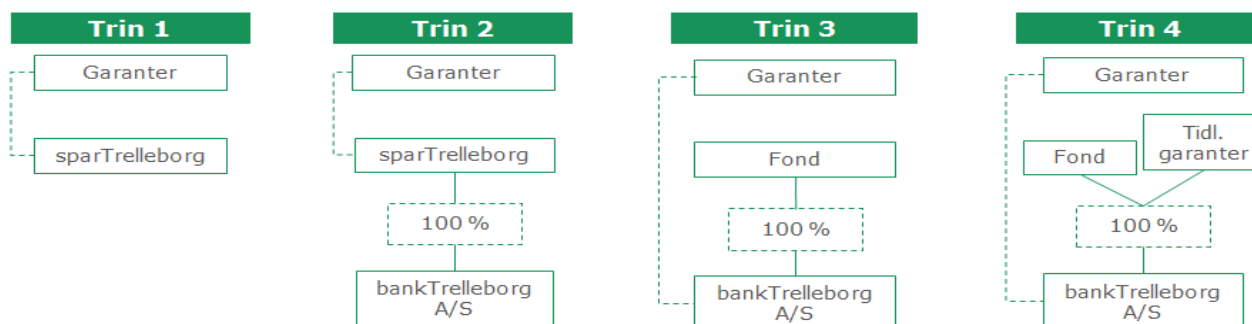
Om bankTrelleborg-sagen

BankTrelleborg-sagen vedrørte spørgsmålet om, hvorvidt det prospekt der blev udarbejdet i forbindelse med omdannelsen af sparTrelleborg fra sparekasse til bank og efterfølgende børsnotering af bankTrelleborg var mangelfuldt, og om banken derfor var ansvarlig for det tab, som en række tidligere garanter havde lidt som følge af deres konvertering af garantbeviser til aktier.

Beslutningen om omdannelse blev truffet den 28. marts 2007. Omdannelsen skete ved, at repræsentantskabet i sparTrelleborg besluttede at opløse sparekassen uden likvidation ved overdragelse af sparekassens aktiver og gæld til et til formålet af sparekassen stiftet aktieselskab, der herefter blev det fortsættende sparekasseaktieselskab (den fortsættende bank) under navnet bankTrelleborg A/S.

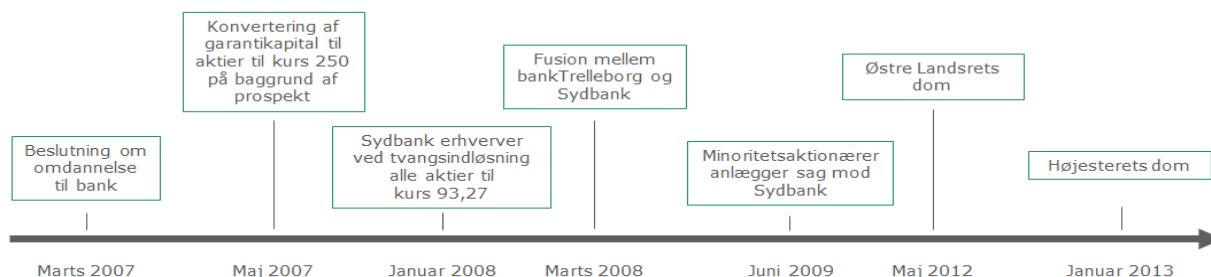
Omdannelsen skete efter den såkaldte "fondsmodel", der betød, at aktier i bankTrelleborg svarende til værdien af de af sparTrelleborg indskudte nettoaktiver blev overdraget til en nystiftet fond, Fonden for bankTrelleborg. I Figur 1 er de fire trin i fondsmodellen illustreret.

Figur 1. Fondsmodellens fire trin



I forbindelse med omdannelsen og børsnoteringen af bankTrelleborg havde en række garanter konverteret deres garantkapital til aktier til kurs 250 pr. aktie. Som følge af bankTrelleborgs økonomiske problemer blev disse aktier efterfølgende tvangsindløst til kurs 93,27 pr. aktie, og det var differencen herimellem, der krævedes erstattet. Figur 2 illustrerer de væsentligste tidspunkter i sagen.

Figur 2. Væsentlige tidspunkter i bank-Trelleborg sagen



Prospektets væsentlige mangler

Kardinalpunktet for bankTrelleborg-sagen var, om prospektet var retvisende, eller om det indeholdt væsentlige mangler, jf. også Højesterets obiter dictum i Hafnia-dommen fra 2002: "[Det] er en forudsætning for [...] erstatningsansvar [...] for mangler ved prospektet i form af urigtige eller udeladte oplysninger, at der er tale om et forhold, som – set i lyset af prospektets øvrige oplysninger – efter en samlet vurdering er af væsentlig betydning for bedømmelsen af selskabet."

På baggrund af sin gennemgang af det foreliggende prospekt konkluderede Højesteret, at det var behæftet med væsentlige mangler. De uoverensstemmelser mellem børsprospektet og de faktuelle forhold, der ifølge Højesteret samlet set udgjorde en væsentlig mangel er illustreret i Figur 3.

Figur 3. Uoverensstemmelserne ml. prospektet og de faktuelle forhold



Ansvarsgrundlaget i bankTrelleborg-sagen

Efter at have fastslået, at bankTrelleborg-prospektet havde væsentlige mangler, var det næste punkt for Højesteret at vurdere, hvorvidt bankTrelleborg som ansvarlig for prospektet havde handlet culpøst og dermed ansvarspådragende.

I forhold til bankTrelleborgs ageren lagde Højesteret indledningsvist vægt på, at banken var uerfaren med prospektudarbejdelse, men ikke desto mindre havde fravalgt verifikation.

Dernæst lagde Højesteret vægt på, at manglerne kunne "have været konstateret ved en enkel og hurtig undersøgelse, men en sådan undersøgelse blev ikke foretaget". Det var således ikke sikret, at der i forbindelse med prospektudarbejdelsen blev fastsat og fulgt procedurer for undersøgelse og kontrol af så væsentlige oplysninger i prospektet.

På baggrund af dette fandt Højesteret, at banken havde handlet ansvarspådragende.

Med sin begrundelse knæsætter Højesteret det fornuftige princip, at det ikke er nok at skrive prospektet – man skal også sikre sig, at oplysningerne heri er retvisende. Verifikationsprocessen bliver dermed af central betydning, idet den indeholder en sikring af og dokumentation for, at de væsentligste oplysninger i prospektet er korrekte og retvisende. Højesteret indskærper herved kravene til agtpågivenhed og sikring af ordentlige procedurer i forbindelse med udarbejdelsen af et prospekt.

Det forekommer derfor rigtigt af Højesteret at konkludere, at i det omfang der er væsentlige mangler, der kunne være opdaget ved en verifikation, er det ansvarspådragende ikke at have gennemført en sådan. Omvendt vil selskabet stadig ifalde ansvar i de tilfælde, hvor der gennemføres en verifikation, men hvor denne ikke afdækker de væsentlige mangler ved prospektet.

Tab, årsagsforbindelse, påregnelighed og egen skyld

I forhold til tabsopgørelsen anvender Højesteret en metode, der indebærer, at erstatningen som udgangspunkt beregnes som differencen mellem "det, man gav, og det, som man har tilbage". I bankTrelleborg-sagen betød det, at tabet blev opgjort som differencen mellem ombytningskursen på 250 og tvangsindløsningskursen på 93,27.

Den anvendte model for erstatningsberegningen hænger tæt sammen med den formodningsregel vedrørende årsagsforbindelse, som Højesteret indfører med bankTrelleborg-dommen, og som er det væsentligste element i dommen, idet den indebærer en reel nyskabelse for prospektansvaret.

Formodningsreglen indebærer, at når prospektet indeholder en væsentlig mangel, opstår der en formodning for, at investor ikke ville have investeret, hvis prospektet havde indeholdt de rigtige oplysninger. Idet der er tale om en formodningsregel, vil den kunne afkræftes af udsteder, men Højesteret lægger barren meget højt for, hvad der kræves for at afkræfte formodningen.

I den forbindelse fastlægger Højesteret, at idet en investering ikke alene sker på baggrund af prospektet, men i ligeså høj grad på baggrund af rådgivning og den almindelige bedømmelse i markedet, var det ikke tilstrækkeligt til at afkræfte formodningen, at investorerne ikke har læst prospektet.

Heller ikke hypotetiske antagelser om andre mulige årsager eller mulige udfald, hvis oplysningerne var kommet frem ved udarbejdelsen af prospektet, er tilstrækkelige til at afkræfte formodningen for årsagssammenhæng.

På baggrund af ovenstående konkluderer Højesteret, at der både foreligger årsagssammenhæng og påregnelighed.

Det sidste forhold, som Højesteret berører i bankTrelleborg-sagen, er, om investorerne har udvist egen skyld, sådan at de fortaber deres krav helt eller delvist. Dette var ifølge Højesteret ikke tilfældet, da der ikke var offentliggjort berigtigende informationer med dertilhørende kursfald, der burde have fået investorerne til at reagere.

Om prospektansvaret efter Højesterets dom

Indledende betragtninger

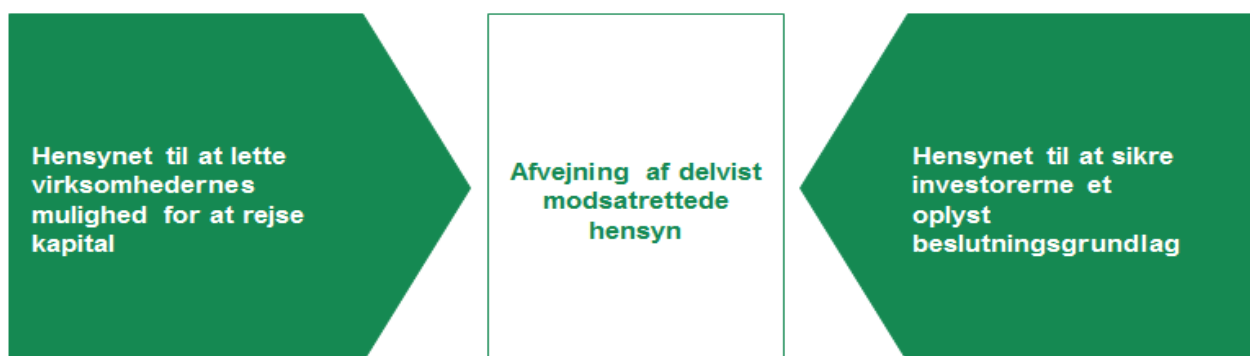
Ovenfor har vi gennemgået de centrale elementer i Højesterets dom i bankTrelleborg-sagen. I det følgende fokuseres indsatsen på de to forhold i dommen, der vurderes at være af størst betydning for vurderingen af prospektansvaret og dermed det praktiske arbejde med prospekter fremadrettet - formodningsreglen og betydningen af verifikation. Forinden da skal der dog knyttes nogle indledende betragtninger om prospektregimet – dvs. de regler, der gælder for indholdet og offentliggørelsen af prospekterne, og som derved er omdrejningspunktet for arbejdet med prospekterne i praksis.

Om prospektregimet

Selvom prospekterne er underlagt en betydelig og omfattende detailregulering, er det vigtigt at slå fast, at den store mængde regler i sin grundsubstans blot er endnu et udtryk for, hvad vi kender som "sælgers loyale oplysningspligt".

Prospektreglerne søger grundlæggende at balancere to hovedhensyn. På den ene side hensynet til at lette virksomhedernes mulighed for at rejse kapital og på den anden side hensynet til at sikre et højt informationsniveau til beskyttelse af de investorer, der erhverver virksomhedernes værdipapirer. Om end disse hensyn er delvist modsatrettede, er det lykkedes ganske godt for EU at løse opgaven og dermed skabe et regime, der tilvejebringer en ligevægt i balancen mellem hensynene til både virksomhederne og investorerne. Afvejningen af de delvist modsatrettede hensyn er illustreret i Figur 4.

Figur 4. Afvejning af prospekthensyn



Hensynet til virksomhederne søges bl.a. varetaget via en standardisering og harmonisering af reglerne om udarbejdelse af prospekter og om godkendelse af prospekter for værdipapirer inden for EU – det såkaldte "EU-pas".

Hensynet til investorerne søges særligt opnået ved fastlæggelsen af en forholdsvis detaljeret mængde af informationer, der skal beskrives i prospektet og dermed tilvejebringe et tilstrækkeligt oplyst beslutningsgrundlag for investorerne, sammenholdt med at der skal udarbejdes et prospektresumé, der giver et nødvendigt overblik, og som er standardiseret sådan, at det kan sammenholdes med tilsvarende

resumeer for andre virksomheders prospekter.

Prospektregimet består både af EU-retlige og danske regelsæt. Hertil kommer en række vejledende retsakter, der er udstedt af ESMA og Finanstilsynet, og som udtrykker myndighedernes fortolkning af reglerne.

Figur 5 illustrerer prospektregimets centrale regelsæt i forhold til deres anvendelse på de forskellige udbudsformer.

Figur 5. Udbudsform og regelgrundlag

Udbudsform	Regelgrundlag
Noterede værdipapirudbud (uanset størrelse) og unoterede offentlige værdipapirudbud over EUR 5.000.000	<ul style="list-style-type: none"> • Prospektdirektiv II og Prospektdirektiv III • Prospektforordning nr. 809/2004, Ændringsforordning nr. 211/2007, Ændringsforordning nr. 486/2012 og Ændringsforordning nr. 862/2012 • ESMA Questions & Answers on Prospectuses, 18th updated version – 18 December 2012 (ESMA/2012/855) • Værdipapirhandelslovens kapitel 1 og 6 • Prospektbekendtgørelse nr. 643/2012 (store udbud) • Prospektvejledning nr. 9592/2012 om store udbud og Finanstilsynets notat om praktisk information ved store udbud af 1. juli 2012
Unoterede offentlige værdipapirudbud mellem EUR 1.000.000 og EUR 5.000.000	<ul style="list-style-type: none"> • Værdipapirhandelslovens kapitel 1 og 12 • Prospektbekendtgørelse nr. 644/2012 (små udbud) • Prospektvejledning nr. 9591/2012 om små udbud og Finanstilsynets notat om praktisk information
Unoterede værdipapirudbud under EUR 1.000.000	<ul style="list-style-type: none"> • Ikke omfattet af prospektregimet • Almindelige civil- og offentligretlige regler finder anvendelse, herunder Aftale-, Købe- og Markedsføringsloven

Som det kan ses af figur 5, gælder den EU-retlige harmonisering alene for de noterede udbud og de unoterede offentlige udbud over EUR 5.000.000. Selvom de øvrige udbud er underlagt dansk ret alene,

har lovgiver og Finanstilsynet dog i vidt omfang søgt at ensrette disse i forhold til de EU-retligt funderede regler. Den fælles inspirationskilde fornægter sig derfor ikke i de danske reglers struktur og indhold, hvilket er en fornuftig og praktisk løsning.

Formodningsreglen

Højesteret indfører med bankTrelleborg-dommen en formodningsregel, hvilket er det væsentligste element i dommen, idet den indebærer en reel nyskabelse for prospektansvaret.

Formodningsreglen indebærer, at når prospektet indeholder en væsentlig mangel, opstår der en formodning for, at investor ikke ville have investeret, hvis prospektet havde indeholdt de rigtige oplysninger.

Idet der er tale om en formodningsregel, vil den kunne afkræftes af udsteder, men Højesteret lægger barren meget højt for, hvad der kræves for at afkræfte formodningen.

Det synes ikke for vidtgående at anføre, at Højesteret med formodningsreglen har pustet liv i prospektansvaret efter dansk ret. Formodningsreglen er en reel nyskabelse og indeholder en sådan lempe af bevisbyrden, at der i realiteten er tale om en udstrakt hånd til de investorer, der mener sig snydt eller vildledt i forbindelse med deres investering i værdipapirer på baggrund af et prospekt. I Figur 6 er det retlige indhold af formodningsreglen illustreret.

Figur 6. Det retlige indhold af formodningsreglen



Formodningsreglen tager afsæt i det almindelige udgangspunkt efter dansk ret, hvorefter det er den, der påstår noget, der har bevisbyrden herfor. Det vil sige, at det er investor, der skal bevise, at prospektet indeholder væsentlige mangler.

Formodningsreglen indebærer, at såfremt investor kan løfte bevisbyrden for, at der er tale om væsentlige mangler ved prospektet, opstår der en formodning for, at vedkommende ikke ville have investeret, hvis prospektet havde været korrekt og retvisende.

Herefter skifter bevisbyrden over på udstederen, der skal kunne afkræfte formodningen. Og det er ikke let, da Højesteret lægger barren meget højt for, hvad der kræves for at afkræfte formodningen.

I den forbindelse fastlægger Højesteret, at idet en investering ikke alene sker på baggrund af prospektet, men i ligeså høj grad på baggrund af rådgivning og den almindelige bedømmelse i markedet, er det ikke tilstrækkeligt til at afkræfte formodningen, at investorerne ikke har læst prospektet. Heller ikke hypotetiske antagelser om andre mulige årsager eller mulige udfald, hvis oplysningerne var kommet frem ved udarbejdelsen af prospektet, er tilstrækkelige til at afkræfte formodningen for årsagssammenhæng.

Såfremt det ikke lykkes for udsteder at løfte bevisbyrden og dermed afkræfte formodningen, vil udsteder være ansvarlig for investors tab.

Betydningen af verifikation

Med sin begrundelse i bankTrelleborg-sagen knæsætter Højesteret det fornuftige princip, at det ikke er nok at skrive prospektet – man skal også sikre sig, at oplysningerne heri er retvisende.

Højesteret benytter i den sammenhæng begrebet "verifikation" som en betegnelse for "procedurer for undersøgelse og kontrol" af oplysningerne i prospektet. Det er dermed en anderledes begrebsanvendelse end den, markedsaktørerne opererer med, hvorefter verifikation er den undersøgelse og efterprøvning af prospektet, der normalt foretages af emissionsinstituttets advokat (verifikationsadvokaten). Herudover vil der efter omstændighederne også blive foretaget en vis efterprøvning (due diligence) af udsteders advokat og revisor.

Men uanset forskellen i begrebsanvendelse er det vigtige, at der skal foretages en "undersøgelse og kontrol" af oplysningerne, og at Højesteret konkluderer, at i det omfang der er væsentlige mangler, der kunne være opdaget ved en sådan kontrol, er det ansvarspådragende ikke at have gennemført en sådan.

Betydningen for det praktiske arbejde med prospekter

Med Højesterets dom i bankTrelleborg-sagen er der pustet liv i prospektansvaret efter dansk ret. Dette har Højesteret særligt opnået ved at indføre formodningsreglen med den deraf følgende lettelse af investorernes mulighed for at komme igennem med erstatningskrav.

Når dette sammenholdes med de processuelle muligheder for at anlægge disse erstatningssager som gruppesøgsmål og den gryende aktionæraktivisme i danske børsnoterede selskaber, må det forventes, at retssager vedrørende prospektansvar bliver et knap så sjældent syn som tidligere.

For selskaberne og de professionelle aktører på kapitalmarkedet fører dette til en endnu større fokus end tidligere på at sikre sig imod sådanne erstatningskrav. Og ingredienserne i denne opskrift er klar: (i) større fokus på en omhyggelig tilrettelæggelse og gennemførelse af verifikation, (ii) større fokus på due diligence og Q&A-sessioner, (iii) større fokus på sikring af dokumentation for det udførte arbejde, (iv) større fokus på sikring af disse forhold i de aftaler, der indgås i forbindelse med prospekterne

(herunder i placeringsaftalerne) og (v) større fokus på at overveje behovet for at tegne prospektansvarforsikringer i forbindelse med udbuddene. Disse indsatspunkter er illustreret i Figur 7.

Figur 7. Indsatspunkter efter Højesterets dom i bankTrelleborg-sagen



Ovenstående er ikke juridisk rådgivning, og Moalem Weitemeyer Bendtsen indestår ikke for, at indholdet af ovenstående er korrekt. Moalem Weitemeyer Bendtsen har med ovenstående ikke påtaget sig ansvar af nogen art som konsekvens af en læsers benyttelse af ovenstående.

Kontakt



David Moalem, Partner
Tel. +45 33 77 90 80
Mob. +45 30 37 96 80
E-mail dam@mwblaw.dk



Dan Moalem, Partner
Tel. +45 33 77 90 10
Mob. +45 30 37 96 10
E-mail dmo@mwblaw.dk



Henning Hedegaard Thomsen, Advokat
Tel. +45 33 77 90 18
Mob. +45 30 37 96 18
E-mail hht@mwblaw.dk



Ted Rosenbaum, Advokatfuldmægtig
Tel. +45 33 77 90 14
Mob. +45 30 37 96 14
E-mail tro@mwblaw.dk



Mattias Vilhelm Warnøe Nielsen, Advokatfuldmægtig
Tel. +45 33 77 90 95
Mob. +45 30 37 96 95
E-mail mvn@mwblaw.dk