

Selskabets afgivelse af garantier i forbindelse med udstedelse og salg af kapitalandele

Af Viktor Kjær, advokatfuldmægtig, og Christoffer Galbo, advokat (L), MBA, Copenhagen Law Advokatfirma

The paper examines the possibility for a limited liability company subject to the Danish Companies' Act to undertake warranty and indemnity obligations towards investors and underwriters when issuing equity. The legality of such obligations has historically been questioned on the basis key company law principles such as the company's interest, the integrity of the share capital, the principle of equality of shares, the prohibition of conditional share subscriptions or share subscriptions at less than par value and the prohibition of financial assistance. Based on judgments from the Danish Supreme Court and the European Court of Justice with respect to liability for listed issuers, it is concluded that the issue has largely been settled and that companies can generally undertake warranty and indemnity obligations when issuing equity. The legal situation is less clear when a transaction also includes the sale of existing shares. In these situations, it is helpful to distinguish between listed and privately held companies as a company obligation is more often justifiable for listed companies.

1. Indledning

Der har udviklet sig en markedspraksis, hvor kapitalselskaber i forbindelse med udstedelse af selskabskapital afgiver garantier med henblik på at facilitere kapitalrejsningen. Det gælder fx garantier over for investorer i venturefinansieringsrunder og garantier og skadesløsholdelsesbestemmelser over for investeringsbanker (»underwriters«) i forbindelse med børsintroduktioner og -emissioner. Der opstår i forhandlingerne om sådanne transaktioner ofte en drøftelse mellem de involverede advokater om, i hvilket omfang selskabet overhovedet lovligt kan afgive sådanne garantier – og dermed også om, hvorvidt garantierne giver investor nogen beskyttelse. Advokater vurderer spørgsmålet forskelligt, og transaktioner gennemføres ofte uanset – og nogle gange måske på grund af – denne usikkerhed om den præcise retsstilling. Det er sjældent, at tvister om denne type spørgsmål forelægges domstolene, og der eksisterer vistnok ingen trykt retspraksis, der direkte omhandler spørgsmålet. Tre højesteretsdomme om udstederansvar ved børsmissioner og en dom fra EU-Domstolen kaster imidlertid lys over spørgsmålet. Formålet med denne artikel er på denne baggrund at vurdere, i hvilket omfang et kapital-selskab kan afgive garantier i forbindelse med udstedelse af selskabskapital. I artiklen vurderes i den forbindelse tillige det tilgrænsende spørgsmål, om selskabet kan afgive garantier,

* Artiklen er en videre bearbejdning af Viktor Kjærs speciale indleveret på Københavns Universitet, Det Juridiske Fakultet, den 20. december 2023.

hvis transaktionen tillige omfatter salg af eksterende kapitalandele. Selskabets afgivelse af garantier i forbindelse med optagelse af lån rejser ikke samme juridiske problemer og behandles ikke her.

2. Visse selskabsretlige principper og regler

Selskabets mulighed for at afgive garantier er historisk blevet anfægtet på baggrund af en række centrale selskabsretlige principper og regler.

Det er et grundlæggende selskabsretligt princip, at dispositioner foretaget på vegne af selskabet, foruden at ligge inden for selskabets formål, skal være i »selskabets interesse«.¹ Hvis ikke det er tilfældet, kan det medføre, at dispositionen er ugyldig, og/eller at ledelsen ifalder erstatningsansvar.² Kravet om, at dispositioner skal være i selskabets interesse, tjener til at beskytte kreditorer og kapitalejere mod ledelsens og majoritetsejeres misbrug af selskabets midler.

Selskabsloven bygger på principper om selskabskapitalens tilstedeværelse og beskyttelse og på en sondring mellem bundne og frie reserver. Selskabskapitalen er den registrerede kapital, og reguleringen kan siges at bygge på den antagelse, at i hvert fald denne kapital er til stede.³ *Kapitalbeskyttelsesprincippet* indebærer en særlig beskyttelse og hensyntagen til den registrerede kapital. Det udmønter sig konkret blandt andet i reglerne om kapitaltilgang og -afgang. Frie reserver kan udloddes til ejerne, mens forskellige mekanismer beskytter bundne reserver, herunder selskabskapitalen.

Det følger af SL § 45, 1. punktum, at alle kapitalandele har lige ret i selskabet. Det gælder med den vigtige modifikation, at selskabets vedtægter kan indeholde en opdeling af kapitalen i klasser, jf. § 45, 2. punktum. *Lige retsgrundsætningen* gælder herefter med forbehold for de forskelle mellem klasserne, der følger af vedtægterne. Ligebehandling af aktionærer anses ligeledes for et generelt børsretligt princip, jf. U2021.139H (Amagerbank), side 191. EU-retten indeholder tilsvarende et princip om ligebehandling af aktionærer blandt andet i selskabsdirektivets⁴ artikel 85, transparensdirektivets⁵ artikel 17, stk. 1, artikel 4 i aktionærrettighedsdirektivet,⁶ og takeoverdirektivets,⁷ artikel 3, stk. 1, litra a).

Det følger af selskabslovens § 153, stk. 2, at nye kapitalandele ikke kan tegnes under forbehold eller til underkurs i forbindelse med en kapitalforhøjelse. Selskabslovens § 31 indeholder et tilsvarende forbud i forbindelse med en stiftelse af et kapitalsekskab.

I selskabslovens § 206, stk. 1, videreføres det forbud mod *selvfinansiering*, som tidligere fandtes i § 115, stk. 2, i aktieselskabsloven og § 49, stk. 2, i anpartsselskabsloven.⁸ Kapitalseks-

1. Werlauff, Selskabsret, 11. udgave, 2019, side 30.
2. Se Bunch og Schans Christensen, Selskabets egeninteresse – navnlig set i lyset af selskabslovens generalklausuler, U2011B.1, side 3, og Werlauff, Selskabsret, 11. udgave, 2019, side 31.
3. Galbo, Kapitalnedsættelse ved annullation af egne kapitalandele, NTS, nr. 2 og 3, 2023, side 175.

4. Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2017/1132 om visse aspekter af selskabsretten (kodifikation). Bestemmelsen fandtes forud i artikel 42 i Rådets andet direktiv 77/91/EØF (2. selskabsdirektiv).
5. Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/109/EF om harmonisering af gennemsigtighedskrav i forbindelse med oplysninger om udstedere, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked, og om ændring af direktiv 2001/34/EF.
6. Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2007/36/EF af 11. juli 2007 om udøvelse af visse aktionærrettigheder i børsnoterede sekskaber.
7. Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/25/EF af 21. april 2004 om overtagelsestilbud.
8. Se Betænkning 1498 af 26. november 2008 om Modernisering af selskabsretten (herefter »Moderniseringsudvalgets betænkning«), side 1022.

skaber må ikke direkte eller indirekte stille midler til rådighed, yde lån eller stille sikkerhed for tredjemands erhvervelse af kapitalandele i selskabet eller i dets moderselskab. Forbuddet er efter selskabslovens ikrafttræden ikke længere absolut, jf. § 206, stk. 2, og §§ 213 og 214. Navnlig er selvfinansiering ved brug af frie reserver lovlig, såfremt betingelserne i SL § 206, stk. 3, og §§ 207-209 overholdes. Spørgsmål om lovlig selvfinansiering behandles ikke i denne artikel.

Ovennævnte selskabsretlige principper indebærer en række begrænsninger i en erhververs mulighed for at gøre indsigelser vedrørende kapitalandele.

3. Særlige begrænsninger for indsigelser vedrørende kapitalandele

3.1. Begrænsninger begrundet i kapitalbeskyttelsesprincippet

Kapitalbeskyttelsesprincippet indebærer, at registreret selskabskapital, når bortses fra lovlige tilbagekøb af kapitalandele, alene kan tilbageføres til kapitalejerne i overensstemmelse med procedurerne herfor i selskabsloven om udbetaling af dividende, nedsættelse af selskabskapital eller likvidation. Det antages derudover at indebære begrænsninger både for adgangen til at gennemføre ugyldighedsindsigelser i forbindelse med aftaler om tegning af selskabskapital og for adgangen for egenkapitalinvestorer til at gennemføre erstatningskrav mod selskabet. Det strider mod konkursretlige principper, hvis en kapitalejer kan omdanne sit kapitalindskud til et krav mod selskabets konkursbo i konkurrence med selskabets simple kreditorer, jf. konkurslovens § 97.⁹ Såfremt sådanne krav tillades, indebærer det således, at investors krav får samme prioritet som krav fra kreditorer, der ellers var foranstillede.

9. Se U2021.139H (Amagerbank), side 191.

3.2. Ugyldighedsindsigelser

Tegning af kapitalandele er udtryk for en aftalerelation mellem selskab og investor.¹⁰ Udgangspunktet er herefter, at almindelige aftaleretlige regler, herunder ugyldighedsregler, finder anvendelse.¹¹ SL § 153, stk. 2, indeholder imidlertid et forbud mod tegning af kapitalandele under forbehold. Bestemmelsen kan ses som en form for *lex specialis* og som værende til hinder for ugyldighedsindsigelser, der har samme effekt som et forbehold.¹² Dertil kommer, at kapitalbeskyttelsesprincippet er et generelt princip i selskabsloven og den bagvedliggende EU-retlige regulering.

Retsstillingen i Danmark synes på denne baggrund at være, at ugyldighedsindsigelser kan påberåbes indtil og i et vist omfang også efter registrering af en kapitalforhøjelse.¹³ Der er dog ikke enighed om, nøjagtig hvor grænsen går i de sidstnævnte tilfælde. Bernhard Gomard og Jan Schans Christensen nævner skærpede krav til reklamation for ugyldighed efter registrering af kapitalandelene.¹⁴ Reklamation skal ske hurtigt efter, at investor (tegneren) er blevet eller burde været blevet klar over sin indsigelse.¹⁵

10. U2021.139H (Amagerbank), side 191, og Schans Christensen, *Kapitalselskaber*, 6. udgave, 2021, side 135.
11. Se Bunch og Corfixsen Whitt, *Selskabsloven med kommentarer*, 3. udgave, 2018, side 202.
12. Schans Christensen, *Kapitalselskaber*, 6. udgave, 2021, side 135.
13. I Sverige kan en tegning af kapitalandele angiveligt ikke erklæres ugyldig efter registreringen, se Schans Christensen, *Kapitalselskaber*, 6. udgave, 2021, side 136.
14. Gomard, *Aktieselskabsret*, 2. udgave, 1970, side 92 f., og Schans Christensen, *Kapitalselskaber*, 6. udgave, 2021, side 135.
15. Til støtte herfor nævnes U1921.988H, hvor en aktietegning ikke var bindende som følge af svig, og U1921.450H, hvor urigtige oplysninger, der ikke ansås som svig, alligevel betød, at tegnerne ikke var forpligtede af aktietegningen. Det skærpede krav til reklamation udledes

Selskabets afgivelse af garantier i forbindelse med udstedelse og salg af kapitalandele

Paul Krüger Andersen taler for en mere vidtgående begrænsning af ugyldighedsindsigelser, hvor kun stærke, men ikke svage ugyldighedsgrunde kan påberåbes, efter at tegningen af kapitalandele er blevet registeret.¹⁶

3.3. Retspraksis om udstederansvar for børsnoterede selskaber

Højesteret og EU-Domstolen har afsagt henholdsvis tre domme og en dom relateret til udsteders ansvar over for erhververe af aktier i forbindelse med udbud af børsnoterede aktier. Dommene er relevante i denne sammenhæng. Dels må investors mulighed for at gennemføre krav mod et selskab på baggrund af en garanti forudsætte, at selskabet kan blive erstatningsansvarligt over for investor. Dels er det nærliggende at antage, at retsstillingen selskab og investor imellem i relation til krav mod selskabet eller dets afgivelse af garantier er nogenlunde tilsvarende for privatejede selskaber og selskaber, hvis kapitalandele er optaget til handel på en børs, jf. nedenfor afsnit 5.2.

3.4. Hafnia-sagen

»Hafnia-sagen«, optrykt i U2002.2067H, angik investorers krav mod konkursboet efter Hafnia Holding A/S, revisorer og emissionsbank. Investorerne havde lidt tab ved henholdsvis tegning og køb af aktier i forbindelse med den emission, der i juli 1992 gennemførtes i holdingselskabet for den nødlidende forsikringskoncern, der senere samme sommer gik konkurs. Sø- og Handelsretten fandt, at prospektet

endvidere af U1921.1005H, hvor en kapitalforhøjelse i et forsikringsselskab blev anmeldt til registrering i august 1919, og selskabet i september 1920 blev taget under konkursbehandling. Højesteret fandt, at tegneren var bundet af aktietegningen trods urigtige oplysninger.

16. Krüger Andersen, Aktie- og anpartsselskabsret – Kapitalselskaber, 15. udgave, 2021, side 200 f. Dette er angiveligt retsstillingen i norsk ret, se Schans Christensen, Kapitalselskaber, 6. udgave, 2021, side 136.

var mangelfuldt og på den baggrund, at en investor, der i markedet havde købt aktier i forbindelse med emissionen, kunne gennemføre krav mod boet, revisorerne og emissionsbanken. En anden investor, der havde tegnet aktier i forbindelse med emissionen, var på grund af passivitet afskåret fra at gennemføre krav mod boet, men kunne gennemføre krav mod revisorer og emissionsbank. Højesteret udtalte, at »[d]et må i almindelighed være en forudsætning for at pålægge de nævnte prospektansvarlige – eller eventuelt selskabet selv – erstatningsansvar overfor investorer for mangler ved prospektet i form af urigtige eller udeladte oplysninger, at der er tale om forhold, som – set i lyset af prospektets øvrige oplysninger – efter en samlet vurdering er af væsentlig betydning for bedømmelsen af selskabet.« Højesteret fandt ikke, at den kritik, der på enkelte punkter kunne rettes mod prospektet, gjorde, at prospektet efter en samlet vurdering led af sådanne væsentlige mangler, at der var grundlag for at pålægge erstatningsansvar. De væsentlige risici, der var afgørende for selskabets konkurs, kursfaldene på selskabets beholdninger af aktier i Baltica og Skandia, var således fyldestgørende beskrevet i prospektet. Højesteret fandt heller ikke, at der var et ansvarsgrundlag for uforsvarlig iværksættelse af emissionen. Et sådant *emissionsansvar* ville hvile på et selvstændigt ansvarsgrundlag og i sin natur være subsidært i forhold til prospektansvaret.¹⁷ Højesteret synes i den ovenfor citerede passus fra præmisserne at forudsætte, at prospektansvar, såfremt betingelserne i øvrigt er opfyldt, kan gennemføres mod selskabet. Højesteret synes i øvrigt at have behandlet de to erstatningssøgende investorer ens, uanset at den ene havde tegnet aktier i henhold til prospektet, mens den anden havde købt aktier i det

17. Se Schaumburg-Müller og Werlauff, Efter Trelleborg – om emittentselskabets eget prospektansvar, U2013B.198, side 199.

sekundære marked umiddelbart efter tegningsperiodens udløb.

3.5. *Hirrmann-sagen*

Alfred *Hirrmann* havde i 2005 på det sekundære marked købt aktier i Immofinanz AG. Aktiekursen i selskabet faldt imidlertid drastisk efterfølgende, da det kom frem, at selskabet havde foretaget ulovlige foranstaltninger for at understøtte kursen. *Hirrmann* anlagde sag mod selskabet i Østrig. Han gjorde blandt andet gældende, at selskabet havde foretaget de ulovlige foranstaltninger for at understøtte aktiekursen. Han gjorde videre gældende, at han havde erhvervet aktierne på grundlag af et af selskabet offentliggjort prospekt, og at dette indeholdt ufuldstændige, falske og bedrageriske oplysninger. Han nedlagde på den baggrund påstande, dels om ophævelse af aktiekøbet og tilbagebetaling af købesummen mod udlevering af aktierne, dels om erstatning.

Hirrmann støttede sine krav på nationale østrigske regler, der blandt andet under visse betingelser gav en investor ret til at træde tilbage fra en aktietegning eller en investering, og som gav investor ret til at gennemføre krav mod det udstedende selskab om erstatning for tab forvoldt af urigtige og ufuldstændige oplysninger i et prospekt.

Det fremgik i øvrigt af østrigsk ret, at aktionærer, ligesom i Danmark, ikke kunne få tilbagebetalt deres indskud i selskabet.

Immofinanz gjorde gældende, at *Hirrmanns* krav var i strid med ufravigelige principper i national ret og i EU-retten om aktieselskaber, navnlig vedrørende krav til sidstnævnte om kapitalbevarelse.

Den nationale østrigske ret forelagde herefter en række præjudicielle spørgsmål for EU-Domstolen.

Domstolen¹⁸ tog først stilling til, om 2. selskabsdirektivs¹⁹ principper om kapitalbeskyttelse og ligebehandling af kapitalejere var til hinder for, at investor baseret på en national regel gennemfører krav mod udstederselskabet på grund af dettes krænkelse af kapitalmarkedsretlige informationsforpligtelser eller for en national ordning, hvor udstederselskabet på grund af nævnte ansvar skal godtgøre investor købesummen og tage aktierne tilbage. Domstolen anførte blandt andet, at de nævnte selskabsretlige principper kun tilsigter en regulering af det retlige forhold mellem selskabet og dets aktionærer, som udelukkende følger af selskabskontrakten, og at de kun tager sigte på det pågældende selskabs interne forhold.²⁰ En investors (som *Hirrmann*) krav udspringer ikke af selskabskontrakten, men af uregelmæssigheder begået af selskabet før eller efter investors erhvervelse af aktier, og de nævnte nationale regler strider derfor ikke mod principperne om kapitalbeskyttelse og ligebehandling af kapitalejere.²¹ Specifikt for så vidt angår spørgsmålet om ligebehandling af kapitalejere bemærkede Domstolen, at den tabslidende investor netop ikke er i samme situation som de øvrige kapitalejere, hvis retlige situation ikke er berørt af de pågældende uregelmæssigheder.²² Domstolen fastslog videre,

18. Domstolens dom af 19. december 2023 i sag C-174/12, Alfred *Hirrmann* mod Immofinanz AG.

19. Rådets andet direktiv 77/91/EØF af 13. december 1976 om samordning af de garantier, der kræves i medlemsstaterne af de i artikel 58, stk. 2, i traktaten nævnte selskaber til beskyttelse af såvel selskabsdeltagernes som tredjemands interesser, for så vidt angår stiftelsen af aktieselskabet samt bevarelsen af og ændringer i dets kapital, med det formål at gøre disse garantier lige byrdefulde. 2. selskabsdirektiv er siden erstattet af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2017/1132 om visse aspekter af selskabsretten (kodifikation).

20. Præmis 27.

21. Præmis 29.

22. Præmis 30.

Selskabets afgivelse af garantier i forbindelse med udstedelse og salg af kapitalandele

at en national ordning kan indebære ophævelse af aktiekøb med tilbagevirkende kraft,²³ og at selskabets erstatningsansvar ikke af EU-retten er begrænset til aktiernes værdi på det tidspunkt, hvor kravet fremsættes. Spørgsmål om eventuel begrænsning af erstatningskravet henhører således under medlemsstaternes kompetence.²⁴

3.6. Bank Trelleborg-sagen

Sagskomplekset om *Bank Trelleborg* omfatter en række sager opstået efter omdannelsen af Sparekassen sparTrelleborg til et bankaktieselskab, bank Trelleborg A/S, og Sydbank A/S' efterfølgende tvangsindløsning af tidligere garantier. Sagen, optrykt i U2013.1107H, angik selskabets prospektansvar over for tidligere garantier, der på baggrund af det ved omdannelsen udarbejdede prospekt havde konverteret garantikapital til aktier i bankaktieselskabet. Højesteret fandt, at garantierne, uanset de ikke havde læst prospektet, kunne støtte ret på det, og at det indeholdt væsentlige mangler. Ansvarsgrundlaget var opfyldt, da de kritisable forhold kunne være konstateret ved en verifikation, men banken havde fravalgt en sådan, uanset at den ikke tidligere havde udarbejdet et prospekt. Da erstatningsbetingelserne i øvrigt var opfyldt, kunne de tidligere garantier gennemføre krav mod selskabet (nu Sydbank). Om spørgsmålet om årsagssammenhæng udtalte Højesteret, at »[n]år en aktietegning i et selskab er sket på grundlag af et prospekt med mangler i form af urigtige og manglende oplysninger, der efter en samlet bedømmelse er af væsentlig betydning for bedømmelsen af selskabet, er der en formodning for, at aktietegningen ikke var sket, hvis prospektet havde indeholdt rigtige og fuldstændige oplysninger.« I dommen bekræftes det, at prospektansvar kan rettes mod selskabet som forudsat i U2002.2067H (Hafnia). Højesteret lem-

per endvidere kravene til bevisbyrden for årsagssammenhæng i tråd med Højesterets dom optrykt i U2000.2176H (Commercial Holding II) om krav mod en emissionsbank på baggrund af en vildledende fondsbørsmeddelelse.

3.7. Amagerbank-sagen

Højesterets dom optrykt i U2021.139H angik krav fra en investor mod konkursboet efter *Amagerbanken A/S*. Investor havde tegnet aktier i forbindelse med en emission i august/september 2010. Bankens ledelse vidste på tidspunktet for prospektet, at Finansiell Stabilitet A/S, der havde ydet en statsgaranti, mente, at banken skulle foretage yderligere nedskrivninger, mens tilsynsmyndigheden, Finanstilsynet, ikke stillede krav herom. Forholdet var uomtalt i prospektet, hvorefter det dog klart fremgik, at banken var i en vanskelig situation. Bankens ledelse besluttede en større nedskrivning af bankens værdier den 4. februar 2011, og banken gik konkurs den 7. februar 2011. Boet bestred, at investor kunne anmelde sit tab på aktier i boet.

Højesteret anførte, at »en anerkendelse af, at en aktionær kan rette krav mod selskabet i anledning af beslutninger truffet af selskabets ledelse som led i dets almindelige drift, [indebærer] at der i strid med selskabsretlige principper om kapitalbeskyttelse tilbageføres kapital fra selskabet til aktionæren. Som ligeledes anført af landsretten er en sådan tilbageførsel heller ikke i overensstemmelse med børsretlige principper om ligebehandling af aktionærer, ligesom anerkendelse som simpelt krav efter konkurslovens § 97 vil indebære, at en aktionær i strid med konkursretlige principper kan omdanne sit kapitalindskud til et krav mod selskabet til skade for boets almindelige kreditorer.« Højesteret henviste videre til muligheden for efter SL § 361 at rette krav mod ledelsen for tab forvoldt ved uforsvarlig adfærd i den almindelige drift. Højesteret lagde endelig under henvisning til ovennævnte domme i sagerne om Hafnia og Bank Trelleborg til grund, at en aktietegner kan rette krav mod udsteder på baggrund af et

23. Præmis 63.

24. Præmis 69.

mangelfuldt prospekt eller i øvrigt mangelfulde oplysninger afgivet til markedet i forbindelse med en emission. Det anførtes, at et sådant krav bygger på aftalerelationen mellem aktietegner og selskab. Højesteret fandt dog, at der ikke var væsentlige mangler ved prospektet, herunder at det ikke var en fejl, at prospektet ikke indeholdt oplysning om Finansiell Stabilitet A/S' vurdering af nedskrivningsbehovet. Markedet var heller ikke i øvrigt fejlinformeret i forbindelse med emissionen. Et erstatningsansvar for selve nedskrivningsbeslutningen kunne ikke gennemføres over for boet. Sø- og Handelsretten og landsretten var nået til samme resultat med begrundelser, der i al væsentlighed var tilsvarende.

3.8. Konklusioner fra retspraksis

Det ligger herefter i retspraksis fast, at det udstedende selskab kan blive erstatningsansvarligt over for en investor, der tegner kapitalandele i forbindelse med et prospekt, der indeholder væsentlige fejl eller mangler. Det er i princippet et culpaansvar, men ansvarsgrundlaget vil som oftest være opfyldt, hvis en væsentlig fejl eller mangel foreligger. Investors krav opgøres efter normale erstatningsretlige principper og svarer til tabet på værdipapiret, det vil sige som udgangspunkt svarende til forskellen mellem anskaffelsessum og en eventuel realisationsværdi, idet investor er underlagt en tabsbegrænsningspligt.

Tegneren af kapitalandele støtter sit krav på aftalen om tegning af kapitalandele, ikke på den generelle selskabskontrakt.²⁵ Hverken kapitalbeskyttelsesprincippet, krav om ligebehandling af kapitalejere eller forbuddet mod tegning under forbehold eller til underkurs er derfor til hinder for, at kravet kan gennemfø-

res. Kravene til årsagsforbindelse er endvidere markant lempet, således at der er en formodning for, at aktietegningen ikke var sket, hvis prospektet havde indeholdt rigtige og fuldstændige oplysninger.²⁶

Retsstillingen må antages at være tilsvarende, hvor selskabet udsteder nye aktier til enkelte investorer uden prospekt,²⁷ idet det dog ved denne type transaktioner er vanskeligere for investor at løfte bevisbyrden for, at selskabet har givet forkert eller mangelfuld information.

Investorer kan derimod ikke rette krav mod udstedende selskab for tab, der skyldes den almindelige drift af selskabet eller ledelsen af det. Sådanne krav må rettes mod ledelsen og forudsætter et ansvarsgrundlag for denne, jf. SL § 361. Søgsmålskompetencen tilkommer i øvrigt som udgangspunkt selskabet, jf. SL § 364.

25. Det gør ikke nogen forskel for selskabets ansvar, hvis aktierne af praktiske grunde tegnes af emissionsbanker og derefter overdrages til investorer, jf. Stokholm, Om garanterede emissioner, U2000B.58, side 60.

26. Se U2013.1107H (Trelleborg), side 1145, og Schaumburg-Müller og Werlauff, Efter Trelleborg – om emittentselskabets eget prospektansvar, U2013B.198, side 203 f.

27. Et selskab, hvis kapitalandele er optaget til handel på et reguleret marked, kan i en 12-måneders periode uden prospekt udstede og få optaget til handel aktier svarende til op til 30 % af aktier, der er fungible med de aktier, der allerede er optaget til handel, forudsat at udbudet også opfylder den relevante undtagelse for prospektpligt i forbindelse med udbud til offentligheden, jf. artikel 1(4) og (5) i Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2017/1129 af 14. juni 2017 om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel på et reguleret marked, og om ophævelse af direktiv 2003/71/EF (EØS-relevant tekst) som ændret ved Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2024/2809 af 23. oktober 2024 om ændring af forordning (EU) 2017/1129, (EU) nr. 596/2014 og (EU) nr. 600/2014 med henblik på at gøre offentlige kapitalmarkeder i Unionen mere attraktive for selskaber og lette adgangen til kapital for små og mellemstore virksomheder (EØS-relevant tekst) (»Prospektforordningen«).

Selskabets afgivelse af garantier i forbindelse med udstedelse og salg af kapitalandele

Sø- og Handelsrettens dom i U2002.2067H (Hafnia) pålagde selskabet ansvar over for en investor, der havde købt aktier i det sekundære marked i forbindelse med udbuddet. Dommen blev imidlertid ophævet i Højesteret, der ikke fandt, at prospektets mangler gav grundlag for prospektansvar, jf. ovenfor afsnit 3.4. Dommens præjudikatsværdi om udsteders ansvar over for en køber i det sekundære marked er derfor begrænset. Det følger imidlertid af EU-Domstolens dom i sag C-174/12 (Hirrmann), der angik køb af aktier i det sekundære marked, at EU-retlige principper om kapitalbeskyttelse og ligebehandling af aktionærer ikke er til hinder for, at investor gennemfører krav mod selskabet baseret på selskabets tilsidesættelse af kapitalmarkedsretlige oplysningsforpligtelser. Det er i givet fald tale om et deliktsansvar, der bygger på selskabets tilsidesættelse af lovregulerede oplysningsforpligtelser. Det taler for, at et sådant ansvar kan gennemføres, at den sælgende kapitalejer i en transaktion på markedet ofte vil være køber ubekendt, og at sælger præsumptivt ikke har adgang til anden viden om selskabet end køber. Begrundelsen for et sådant tab og ansvar ligger altså hos selskabet.²⁸ Det må alt i alt antages, at selskabet tillige kan ifalde prospektansvar over for investorer ved en børsintroduktion eller -udbud, hvor alene eksisterende aktier sælges.²⁹

Retspraksis angår krav, som investorer i børsnoterede selskaber har rejst mod udstedende selskab. Børsnoterede selskaber har en forpligtelse til i visse situationer at offentliggøre prospekter og anden information til investorer. Denne information tjener som informationsgrundlag for investors investering i selskabet. Investor kan gennemføre krav mod selskabet, hvis informationen i væsentlig grad er fejlagtig eller mangelfuld. Også investorer i private (ikke børsnoterede) selskaber modtager i forbindelse med investering i selskabet information om dette. I det omfang det er klart mellem parterne, at den pågældende information er et grundlag for investeringen, er det derfor nærliggende at antage, at væsentlige fejl eller mangler i informationen kan give anledning til krav mod selskabet.³⁰ Der er blot tale om et culpaansvar og for så vidt det generelle princip om loyal oplysningspligt, jf. købelovens § 76, stk. 1. Det følger af Prospektforordningens artikel 11, stk. 1, at medlemsstaterne skal sikre, at der er et ansvarssubjekt for de oplysninger, der findes i et prospekt.³¹ Det er nærliggende, men ikke påkrævet, at udstedende selskab kan være ansvarssubjekt. Selskabets mulige ansvar var imidlertid allerede

mentet synes at indebære, at selskabet ikke ifalder ansvar, hvis emissionen alene omfatter kapitalejeres salg af eksisterende aktier.

28. Lau Hansen, Børsret, 1. udgave, 2024, side 307 med note 16, mener, at et sådant ansvar kan gennemføres. Lindenchrone og Schaumburg-Müller, Børs- og kapitalmarkedsret, 7. udgave, 2023, side 429, synes også at læne sig op ad denne konklusion. Se modsat Schans Christensen, Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2024, side 1218.
29. Se Stockholm, Om garanterede emissioner, U2000B.58, side 61. Ifølge Schans Christensen, Kapitalselskaber, 6. udgave, 2021, side 138, må selskabets ansvar i emissioner, hvor både nye og eksisterende aktier udbydes, antagelig begrænses til de aktier, det udsteder. Ræsonne-

30. Gomard, Aktieselskabsret, 2. udgave, 1970, side 93 og 410, når på baggrund af ældre domme denne konklusion uden at skelne mellem børsnoterede og ikke børsnoterede selskaber. Se tilsvarende fra nyere teori Schans Christensen, Kapitalselskaber, 6. udgave, 2021, side 136 ff.
31. I artikel 11(1), 1. pkt., fastsættes: »Medlemsstaterne sikrer, at ansvaret for de oplysninger, der gives i et prospekt og eventuelle tillæg hertil, som minimum påhviler udstederen eller dennes administrations-, ledelses- eller tilsynsorganer, udbyderen, den person, der anmoder om optagelsen til handel på et reguleret marked, eller garanten, alt efter omstændighederne.«

forud for EU-reguleringen af børsretten fastslået i U2002.2067H (Hafnia) og synes navnlig at være baseret på almindelige erstatningsretlige grundsætninger.³² Prospektforordningens nævnte bestemmelse indebærer derfor næppe en afgørende principiel forskel børsnoterede og ikke-børsnoterede selskaber imellem med hensyn til muligheden for at gennemføre krav mod udstedende selskab, om end grundlaget for at rejse et krav ofte vil være klarere for børsnoterede selskaber, hvor kravene til den information, der gives, er tydeligere, og praksis er mere ensartet.

Det vurderes nærmere i afsnit 5 nedenfor, hvad de af Højesteret og EU-Domstolen udstukne principper betyder for selskabets adgang til at afgive garantier, og om de kan overføres til ikke-børsnoterede selskaber. I afsnit 4 belyses især indhold af og formål med selskabets afgivelse af garantier.

4. Garantier

4.1. Investeringsaftaler

Der indgås i forbindelse med investering i privatejede selskaber ofte investeringsaftaler mellem investor, selskabet og de eksisterende kapitalejere. De indeholder vilkår for investeringen, herunder pris, betingelser og garantier. Investor vil endvidere ofte med virkning fra gennemførsel af investeringen tiltræde en gældende eller ny ejeraftale for selskabet, der skal regulere det fremtidige samarbejde mellem ejerne. Under tiden gennemføres investeringen umiddelbart i forbindelse med underskrift af investeringsaftalen. Ofte fastlægger investeringsaftalen imidlertid parternes forpligtelser til på et senere tidspunkt, ofte benævnt »closing«, at gennemføre investeringen ved tegning eller køb af kapitalandele og betaling af investeringsbeløb.

32. Se Schaumburg-Müller og Werlauff, Efter Trelborg – om emittentselskabets eget prospektansvar, U2013B.198, side 202.

4.2. Garanti som begreb

Investor løber ved investeringen en kommerciel risiko for, om selskabets drift udvikler sig som forventet eller i hvert fald håbet. Investor løber derudover en risiko for, om forholdene i selskabet er, som investor har fået indtryk af. Investor vil ofte have gennemført en due diligence-undersøgelse forud for investeringen. Uanset om en sådan er gennemført, vil der imidlertid være en informationsasymmetri mellem selskabet og investor, og oftest også mellem investor og de eksisterende kapitalejere, om forholdene i selskabet på tidspunktet for investeringen. Investor har ringere indsigt i selskabets forhold end selskabet selv og de eksisterende kapitalejere. Investor kan ved garantier afdække risikoen for, at hans/hendes forståelse af selskabets forhold på investeringstidspunktet ikke er korrekt. Formålet med en garanti er altså at sikre investor mod risikoen for, at investering sker på et forkert eller mangelfuldt faktisk grundlag, ikke at føre midler tilbage til investor.

En garanti indebærer en objektiv indeståelse for, at et forhold (det garanterede) er som hævdet i garantien. Garantier tjener herved til fastlæggelse af mangelsbegrebet, og aftaler vil ofte indeholde en bestemmelse om, at investor ikke kan påberåbe sig forhold ved selskabet ud over de udtrykkeligt garanterede.

Retsfølgen af garantibrud afhænger af, hvad der er aftalt herom. Det spørgsmål, som undersøges i denne artikel, er navnlig, om et erstatningskrav vil kunne gennemføres mod selskabet i forbindelse med et garantibrud, eller om der er selskabsretlige hindringer derfor. Investeringsaftaler med garantier indgås ved investeringer i både privatejede (ikke-børsnoterede) selskaber og børsnoterede selskaber.

Hvor et selskab skal børsnoteres eller udbyde yderligere aktier på børsen, rejser sig en parallel problemstilling, hvor selskabet overfor emissionsbanken i relation til prospektet afgiver garantier eller påtager sig at skadesløshol-

de emissionsbanken for investorers krav, der støttes på prospektet.³³ Forpligtelsen for selskabet er her ikke umiddelbar i forhold til investor, aktietegning eller salg, men dækker et krav afledt af transaktionen med investor. Spørgsmål om selskabets interesse, kapitalbeskyttelse, ligebehandling og selvfinansiering er derfor parallelle, mens problemstillingerne om tegning under forbehold eller til underkurs ikke er relevante. Sidstnævnte spørgsmål er imidlertid også relevante i de sjældnere tilfælde, hvor emissionsbanker giver en egentlig tegningsgaranti (»hard underwriting«) og derfor potentielt er aktietegner.

Garantier i investeringsaftaler vil ofte omfatte grundlæggende forhold, fx at selskabet er gyldigt stiftet, at selskabskapitalen er som angivet i aftalen, at selskabet gyldigt kan indgå investeringsaftalen, og at selskabets årsrapporter er aflagt i overensstemmelse med årsregnskabsloven og relevante regnskabsstandarder. Derudover vil investor ofte søge at opnå garantier for mere kommercielle forhold, fx at væsentlige kontrakter ikke er misligholdt, at selskabet lovligt kan anvende relevante immaterielle rettigheder, at aftaler med medarbejdere overholder lovgivning og overenskomster, at skat er svaret retmæssigt, at der ikke er uoplyste krav eller retssager mod selskabet, og at selskabet overholder relevant lovgivning.

Garantier afgives sædvanligvis per underskriftstidspunktet og ofte tillige per tidspunktet for gennemførsel af investeringen (closing). Det er derfor forholdene på disse tidspunkter, der afgør, om garantierne er korrekte. Garantier bør ikke angå fremtidige forhold, og hvis det undtagelsesvis er tilfældet, rejser det særlige problemer. Tilsvarende problematisk er det, hvis selskabet påtager sig at skadesløsholde investor, hvis for selskabet latente forpligtelser aktualiseres, jf. nedenfor afsnit 5.2.

Den objektive indeståelse, som en garanti indebærer, kvalificeres af og til af, hvad selskabets ledelse og eventuelle nøglemedarbejdere vidste eller burde vide om selskabets forhold. Et garantibrud foreligger i givet fald alene, såfremt de pågældende personer vidste eller burde have vidst, at det garanterede forhold ikke var som garanteret.

Såfremt selskabet, og ikke kapitalejerne, afgiver garantier over for investor, bærer de eksisterende kapitalejere byrden forholdsmæssigt qua deres ejerskab. Det svarer fra et finansielt perspektiv til, at alle eksisterende kapitalejere garanterer pro rata i forhold til deres ejerandel.³⁴ Dette opfattes ofte som en kommercielt rimelig balance, og den er, navnlig med en spredt ejerkreds, lettere at implementere ved, at selskabet afgiver garantierne. Dels er der færre aftaleparter, der skal enes om aftalens vilkår. Dels udelukker modellen risikoen for, at eksisterende kapitalejere skal honorere krav med nye penge eller deltage i opgør om krav, hvilket navnlig for investeringsfonde eller andre investorer, der allerede har brugt det til investeringen allokerede beløb i forbindelse med selve investeringen, er en væsentlig fordel. Et alternativ kan være, at alene visse, ofte større og mere indsigtsfulde, kapitalejere afgiver garantier, men herved etableres en kommerciel ubalance mellem kapitalejerne, der jo alle nyder lige godt af kapitaltilførslen.

4.3. Retsfølge

Retsfølgen af et garantibrud afhænger af, hvad der er aftalt i investeringsaftalen, forudsat at det aftalte ikke strider mod præceptive regler i selskabsloven eller anden lovgivning. Hvis garantibruddet konstateres inden gennemførsel af kapitalforhøjelsen (closing), vil investor ofte kunne hæve aftalen og undlade at gennemføre

33. Se herom Stokholm, Om garanterede emissioner, U2000B.58, side 61.

34. Stokholm, Om garanterede emissioner, U2000B.58, side 61, omtaler det som et »internt ansvar for de gamle kapitalejere.«

investeringen, i hvert fald hvor forholdet er væsentligt. Tilsvarende vil en emissionsbank kunne aflyse en børsmission, hvis garantibrud konstateres, inden emissionen er gennemført. Hvis garantibruddet konstateres efter gennemførsel af investeringen, er det ofte aftalt, at investor kan gennemføre krav mod garanten svarende til sit tab.³⁵ Investors mulighed for at gennemføre krav forudsætter dog, at reklamlationsfrister er overholdt og ofte også, at visse beløbsmæssige betingelser er opfyldt. Aftalen vil ofte udelukke andre misligholdelsesbeføjelser end krav om ophævelse eller erstatning.

4.3.1. Særligt om ophævelse

Investersaftalen giver ofte investor mulighed for ved garantibrud af en vis væsentlighed at hæve aftalen i perioden mellem underskrift og gennemførsel (closing). Dette er selskabsretligt uproblematisk, hvis selve tegningen af kapitalandele først sker ved gennemførsel (closing). Hvis tegningen af kapitalandele sker i forbindelse med underskrift af investeringsaftalen, men der endnu ikke er sket betaling og registrering, må man spørge, om en sådan aftalt hæveadgang er i strid med forbuddet mod at tegne kapitalandele under forbehold. Tegningen af kapitalandele er udtryk for en aftalerelation mellem investor og selskab. Udgangspunktet er herefter, at almindelige aftaleretlige regler finder anvendelse mellem parterne. Det er aftaleretligt uproblematisk at tillade ophævelse. Det forekommer ligeledes selskabsretligt uproblematisk at tillade udnyttelse af hævebeføjelsen i perioden frem til registrering af kapitalforhøjelsen, idet den forøgede selskabskapital jo først er tydelig for omverdenen fra tidspunktet for registreringen.

Det aftales typisk, at aftalen ikke kan opheves efter gennemførslen (closing), hvor kapitalforhøjelsen registreres, og at erstatning er den eneste misligholdelsesbeføjelse. Hvis aftalen ikke adresserer spørgsmålet eller endog tillægger investor adgang til at hæve, opstår spørgsmålet om, hvorvidt det er foreneligt med selskabslovens kapitalbeskyttelsesprincip. Udgangspunktet må være, at det ikke er tilfældet. Retspraksis anerkender i et vist omfang, at investor kan anfægte gyldigheden af tegningen af kapitalandele eller gennemføre erstatningskrav. En tilsidesættelse af gyldigheden af en aftale kræver, at de kvalificerede forhold, som omfattes af aftalelovens ugyldighedsregler, foreligger. Retspraksis om erstatning forudsætter ligeledes, at visse kvalificerede forhold foreligger, ligesom erstatningskravet er begrænset til det lidte tab. En ophævelse indebærer derimod, at (hele) transaktionen går tilbage, blot fordi der er et garantibrud, og beføjelsen synes i sin natur vanskeligere at forene med kapitalbeskyttelsesprincippet. EU-Domstolen fandt i Hirmann-dommen, der vedrørte aktier købt i det sekundære marked, at en national regel om ophævelse af aktieerhvervelse over for selskabet med tilbagevirkende kraft ikke var i strid med 2. selskabsdirektivs principper om kapitalbeskyttelse og ligebehandling af kapitalejere, jf. ovenfor afsnit 3.5. I dansk ret er det desuagtet næppe muligt at hæve en tegning af kapitalandele efter registrering af den pågældende kapitalforhøjelse, i hvert fald uden for situationer hvor det pågældende forhold kunne begrunde ugyldighed. Dette kan anskues i lyset af, at et forbehold ved en tegning af kapitalandele ikke *per se* medfører, at tegningen af kapitalandele er ugyldig, men bortfalder ved registrering i Erhvervsstyrelsen af kapitalen.³⁶

35. Også i mangel af aftale derom må en aftale oftest fortolkes, således at et garantibrud giver investor ret til erstatning.

36. Se Werlauff og Schaumburg-Müller, Selskabsloven med kommentarer, 2020, side 345.

4.3.2. Erstatning

Det er ofte aftalt, at investors eneste misligholdelsesbeføjelse som følge af et garantibrud efter gennemførsel (closing) er erstatning. Et erstatningskrav forudsætter, at investor kan dokumentere et tab. Det vil endvidere ofte være aftalt, at tabet skal have en vis ikke-bagatelagtig størrelse, og at krav alene kan gennemføres, såfremt de samlede tab overstiger et vist tærskelbeløb.³⁷

Det vurderes i afsnit 5 nedenfor, om en ret til at kræve erstatning fra selskabet for garantibrud er forenelig med selskabsloven. Det forudsættes her, at der er tale om kontant erstatning. Det aftales af og til, at investor kompenseres for sit tab ved garantibrud ved at få ret til at tegne yderligere kapitalandele til favørkurs, idet favørelementet svarer til tabet. En sådan kompensation er selskabsretligt uproblematisk, forudsat at udstedelsen af de yderligere kapitalandele vedtages behørigt efter selskabsloven, og at de yderligere kapitalandele tegnes til mindst kurs pari, jf. SL §§ 153, stk. 2.

4.3.3. Forholdsmæssigt afslag

Investeringsaftaler udelukker typisk muligheden for at kræve et forholdsmæssigt afslag. Det følger videre af SL § 158, nr. 3, at en beslutning om kapitalforhøjelse skal indeholde angivelse af tegningskursen og de udstedte kapitalandeleles størrelse og antal. Investor må på den baggrund være afskåret fra at kræve et forholdsmæssigt afslag efter gennemførsel (closing) og registrering af kapitalforhøjelsen. Beføjelsen er konceptuelt uforenelig med selskabslovens systematik. I perioden frem til vedtagelsen af kapitalforhøjelsen er der til gengæld ikke nogen selskabsretlige hindringer

for en sådan aftalt tilpasning af vilkårene. Såfremt tegningskursen ændres i protokollatet forud for registrering af kapitalforhøjelsen og vedtages behørigt, er det selskabsretligt uproblematisk.

5. Vurdering

5.1. Selskabets interesse

»Selskabets interesse« er ikke defineret i selskabslovgivningen eller lovforarbejder.³⁸ Erik Werlauff definerede selskabets interesse »som selskabets interesse i nettogevinst med henblik på varettagelse af et antal indbyrdes vægtede interesser, primært selskabsdeltagernes interesse i kapitaltilvækst, sekundært selskabskreditorenes interesse i overholdelse af de med dem indgåede aftaler, og tertiært medarbejderes, medkontrahenters og samfundets interesser i selskabet, dog således at sidstnævnte efter omstændighederne kan få absolut forrang for samtlige øvrige bestanddele af selskabsinteressen.«³⁹ Lars Bunch og Jan Schans Christensen tilslutter sig i hovedsagen denne opfattelse. En disposition vil ifølge dem være i selskabets interesse, hvis den er i overensstemmelse med generalklausulerne i SL §§ 108 og 127, stk. 1. Det vil den være, hvis to spørgsmål »kan besvares bekræftende: 1) Vil dispositionen være i overensstemmelse med kapitalejernes kollektive interesse i selskabet? 2) Vil dispositionen være i overensstemmelse med kreditorinteressen?«⁴⁰

Det kan alene efter en konkret vurdering konkluderes, om en given disposition er i selskabets interesse. Det er dog muligt generelt at vurdere, om en vis type dispositioner, fx selskabets garantier over for investorer, sædvan-

37. De beløbsmæssige betingelser er ofte, at tabet har en vis minimum størrelse (de minimis-betingelse), og at det sammen med sådanne øvrige tab af en vis størrelse overstiger en aftalt tærskelværdi (basket).

38. Bunch og Schans Christensen, Selskabets egeninteresse – navnlig set i lyset af selskabslovens generalklausuler, U2011B.1, side 1 f.
39. Werlauff, Selskabsmasken – loyalitetspligt og generalklausul i selskabsretten, 1991, side 72.
40. Bunch og Schans Christensen, Selskabets egeninteresse – navnlig set i lyset af selskabslovens generalklausuler, U2011B.1, side 3, og Kure, Finansieringsret, 3. udgave, 2021, side 58.

ligvis vil, eller ikke vil, være i selskabets interesse.

Når selskabet rejser selskabskapital, kræver det en beslutning fra kapitalejerne med kvalificeret majoritet. De vil endvidere i privatejede selskaber oftest være parter i investeringsaftalen. Det er derfor rimeligt at antage, at selve kapitalrejsningen er i kapitalejernes interesse.⁴¹ Det er ligeledes rimeligt at antage, at de garantier, som selskabet må påtage sig for at gennemføre transaktionen, er i kapitalejernes interesse. De er forhandlet og aftalt af kapitalejerne eller de repræsentanter, kapitalejerne har valgt til at repræsentere selskab og kapitalejerne.

Kapitalrejsningstransaktionen vil ligeledes generelt være i kreditorernes interesse. Deres position styrkes således, når selskabskapitalen øges. Dette gælder, uanset at der er risiko for garantikrav, idet de samlede krav ikke kan overstige det indskudte tegningsbeløb. Dette gælder for kreditorerne på tidspunktet for transaktionen, men som udgangspunkt også for senere opståede kreditorer.⁴²

Selskabets afgivelse af garantier i forbindelse med rejsning af selskabskapital vil således generelt være i overensstemmelse med den kollektive kapitalejerinteresse såvel som med kreditorinteressen.⁴³ Der må derfor være en formodning for, at selskabets konkrete afgivelse af garantier er i selskabets interesse.

Anderledes stiller sagen sig, hvis garantierne ikke afgives ved rejsning af kapital, men i

forbindelse med nogle kapitalejeres salg af kapitalandele. Her må det klare udgangspunkt være, at det hverken er i kapitalejernes kollektive interesse eller i kreditorernes interesse, at selskabet påtager sig en risiko. Selskabet kan i nogle situationer, fx i forbindelse med en børsnotering, have en interesse i, at nogle eksisterende kapitalejere nedbringer deres ejersandel i forbindelse med børsnoteringen og derved muliggør denne. Børsnoteringen giver således likviditet for alle aktionærer, og selskabet får adgang til fremtidig finansiering via aktiemarkedet, hvilket også er i kreditorernes interesse. Det må således ofte siges at være i selskabets interesse at udarbejde et prospekt.⁴⁴ Selskabet kan ligeledes afholde omkostninger i forbindelse med en børsintroduktion, hvor der alene sælges eksisterende aktier. Lars Bunch og Jan Schans Christensen antager dog, at selskabet i denne situation alene kan bære en skønsmæssig del af omkostningerne.⁴⁵ Selskabet vil efter offentliggørelsen af et prospekt være eksponeret for et prospektansvar, jf. ovenfor afsnit 3.8. Selskabet må derfor tilsvarende kunne påtage sig garantier eller skadeløsholdelsesforpligtelser i et rimeligt omfang, jf. herved også nedenfor i afsnit 5.2. Det er i denne sammenhæng vægtige argumenter, at selskabet, de øvrige kapitalejere og selskabets kreditorer har en selvstændig interesse i børsnoteringen, jf. ovenfor, og at selskabet under alle omstændigheder er eksponeret mod et erstatningsansvar, jf. ovenfor afsnit 3.8. Disse argumenter gør sig tilsvarende gældende, hvor der ved et udbud både sælges eksisterende aktier og udbydes nye aktier, og selskabet må i en sådan situation i et rimeligt omfang kunne påtage sig omkostninger og ansvar ud over, hvad der knytter sig til de nyudstedte aktier.

41. Se dog fx Nørgaard, Weber og Langsted, Rettede emissioner til markedskurs som majoritetsmisbrug i U2013B.163.

42. Hvis fx provenuet bruges til at indfri visse eksisterende kreditorer, kan særligt senere tilkomne kreditorer dog komme i en værre situation, end hvis kapitalrejsningen ikke var gennemført, og en konkurs var indtruffet tidligere, se fx U2002.2067H (Hafnia).

43. Se Bunch og Schans Christensen, Selskabets egeninteresse – navnlig set i lyset af selskabslovens generalklausuler, U2011B.1, side 3.

44. Se Stokholm, Om garanterede emissioner, U2000B.58, side 61.

45. Se Bunch og Schans Christensen, Selskabets egeninteresse – navnlig set i lyset af selskabslovens generalklausuler, U2011B.1, side 4.

Det synes generelt vanskeligere at argumentere for, at det er i selskabets interesse at påtage sig ansvar i forbindelse med salg af eksterne kapitalejeres kapitalandele i privatejede (ikke-børsnoterede) selskaber. Det kan dog formentlig i enkelte tilfælde konkret være i selskabets interesse at bistå med at afhjælpe en fastlåst og uhensigtsmæssig ejerstruktur, fx hvor det er en forudsætning for, at der kan rejses kapital eller træffes ledelsesmæssige beslutninger.

Såfremt selskabet sælger egne kapitalandele, er transaktionen præsumptivt i selskabets interesse, og de garantier og andre vilkår, selskabet måtte aftale med køber, er det ligeså.⁴⁶

5.2. Kapitalbeskyttelsesprincippet

Et garantikatalog tjener – på samme måde som et prospekt – som en beskrivelse af, eller tilskiring af visse forhold ved, den virksomhed, der investeres i. Der er tale om et objektivt ansvar. Et selskab giver som udgangspunkt ikke garantier, som det ved er urigtige. Der er derfor betydelige ligheder mellem de situationer, hvor en garanti kan gøres gældende, og hvor et udsagn i et prospekt er mangelfuldt eller vildledende, og dette kan tilskrives culpa. Realiteten er derfor formentlig, at ansvarsgrundlaget for væsentlige fejl i et prospekt ikke er

meget lempeligere. En væsentlig fejl i prospektet vil således som oftest være udtryk for culpa. Garantikataloget og de af parterne aftalte tærskelbeløb kan ses som parternes afgrænsning af væsentlige forhold. Det af Højesteret opstillede krav om væsentlighed er i øvrigt næppe begrundet i selskabsretlige principper, men i at prospekters omfang indebærer, at småfejl er uundgåelige, og at sådanne i øvrigt ikke har betydning for selskabets værdi.

Retspraksis har besvaret spørgsmålet om, hvorvidt et udstederselskab kan blive erstatningsansvarligt i forbindelse med aktieudstedelse på børsen, bekræftende. Det må ligeledes antages, at udsteder lovligt kan påtage sig garantier over for emissionsbanker og påtage sig at friholde emissionsbanker for krav, der rettes mod dem i denne forbindelse.⁴⁷

Selv om retspraksis om det udstedende selskabs ansvar angår børsnoterede selskaber, er der ved investering i selskaber i privat eje samme behov for placering af risiko for, at investor investerer på et ikke korrekt eller utilstrækkeligt oplyst grundlag og på en afvejning af hensyn til selskab og dets interessenter, henholdsvis investor.

Børsnoterede selskaber har en lovreguleret pligt til at offentliggøre prospekter og selskabsmeddelelser til investorer. Ansvar for fejlinformation af investorer er imidlertid et almindeligt culpaansvar. Udgangspunktet må være, at det gælder tilsvarende for det privatejede selskab, der har fejlinformeret en investor, om end investor i selskaber i privat eje kan have vanskeligere ved at pege på nøjagtig hvilken information, der blev givet, og som var afgørende, jf. ovenfor afsnit 3.8.

I børsnoterede selskaber er ejerkredsen pr. definition spredt, og investors mulighed for at gennemføre krav mod selskabet, sikrer, at tabet bæres ligeligt af de eksisterende kapitaleje-

46. Salg af egne kapitalandele giver heller ikke anledning til spørgsmål i relation til kapitalbeskyttelsesprincippet eller ligebehandlingsprincippet, da salget i princippet svarer til salg af ethvert andet aktiv, giver provenu til selskabet og ikke indebærer en ændring i den registrerede kapital, ligesom provenuet kommer alle eksterne kapitalejere ligeligt til gode. Se i overensstemmelse hermed Sø- og Handelsrettens utrykte dom af 3. januar 2025 i sagerne BS-50539/2023-SHR og BS-50552/2023-SHR. ACT Global A/S havde solgt egne aktier til investorer, og spørgsmålet var, om investorerne kunne anmelde et erstatningskrav i konkursboet baseret på, at den information, de havde modtaget i forbindelse med investeringen, var mangelfuld og vildledende.

47. Se Stokholm, Om garanterede emissioner, U2000B.58, side 61.

re, hvilket som oftest vil være rimeligt. Det er også i privatejede selskaber typisk rimeligt, at eksisterende kapitalejere bærer risikoen lige-
ligt, og det er ofte praktisk, at selskabet, evt. sammen med de større kapitalejere, forhandler investeringsaftalen. Udskiftninger i ejerkredsen forekommer løbende i børsnoterede selskaber og også, om end meget mindre hyppigt, i privatejede selskaber. De ejere, der indirekte bærer selskabets garantier, er derfor ofte ikke de samme som dem, der ejede selskabet, da de blev afgivet. Nye ejere kan og bør imidlertid ved investeringen tage i betragtning, at selskabet kan have et latent ansvar fra tidligere kapitalrejsninger.

Kapitalbeskyttelsesprincippet sikrer endvidere navnlig, at den registrerede kapital faktisk indbetales, og at der ikke sker andre udlodninger end dem, som selskabsloven tillader. Det er ikke til hinder for, at kapitalen anvendes.

Der synes derfor ikke at være grund til at afskære ansvar for garantibrud for privatejede selskaber på baggrund af kapitalbeskyttelsesprincippet i situationer, der er analoge til ansvaret for en børsnoteret udsteder.

Det følger heraf, at selskabet ikke vil kunne betale erstatning for brud på eventuelle garantier, der måtte vedrøre driftsmæssige forhold efter closing, fx at selskabet når et vist driftsresultat eller træffer en given beslutning. Sådanne krav ville ikke kunne rettes mod selskabet, men må rettes mod ledelsen, jf. SL § 361, og forudsætter et ansvarsgrundlag for ledelsen, samt at generalforsamlingen træffer beslutning om sagsanlæg, jf. SL § 364.

Det følger ligeledes, at selskabet ikke kan påtage sig at kompensere investor, hvis en kendt latent forpligtelse for selskabet, fx et krav i en retssag eller en oprensningsforpligtelse, aktualiseres.⁴⁸ En sådan bestemmelse vil

tillige være i strid med forbuddet mod tegning af kapitalandele under forbehold, jf. afsnit 5.4.

Det følger endvidere, at investor ikke kan gennemføre et større krav mod selskabet end det faktiske tab, det vil sige forskellen mellem anskaffelsespris og værdi henset til værdiforringelse på grund af det pågældende forhold. Såfremt aftalte tabsopgørelser om fx opgørelse af tab på baggrund af en vis indtjeningsmulti-
pel fører til et højere resultat, vil de ikke kunne gennemføres. Der synes på den anden side heller ikke i retspraksis at være grundlag for at begrænse garantiansvaret til selskabets frie reserver eller for at antage, at selskabet har en videre adgang til at give garantier, hvor ansvaret kan rummes inden for de frie reserver.

Det forekommer, jf. ovenfor afsnit 3.8, nærliggende, at et børsnoteret selskab også over for en køber i det sekundære marked kan ifalde ansvar for urigtige eller mangelfulde oplysninger afgivet til markedet i forbindelse med en emission, uanset der ikke er nogen aftale mellem køber og selskabet, og uanset at selskabet ikke modtager provenu fra køber.

Det kan imidlertid ikke konkluderes herfra, at et privatejet (ikke-børsnoteret) selskab tillige kan påtage sig et garantiansvar over for en køber, der køber kapitalandele af en (anden) kapitalejer. Afgivelse af garantier over for en køber i en sådan situation vil således kun undtagelsesvis være i selskabets interesse, jf. ovenfor, og også en afvejning i forhold til kapitalbeskyttelsesprincippet taler for, at sælger som det klare udgangspunkt må bære dette ansvar. Det børsnoterede selskabs ansvar er en følge af, at det udarbejder prospektet og afgiver oplysninger til markedet og af, at sælger præsumptivt ikke kan lastes de urigtige eller mangelfulde oplysninger om selskabet og ofte ikke kan identificeres. En sælger af kapitalandele i

her er det sælger, der betaler kompensationen. Se Egholm Hansen og Lundgren m.fl., Køb og salg af virksomheder, 6. udgave, 2019, side 204, 222 og 261.

48. Sådanne bestemmelser om »specific indemnities« bruges ofte i virksomhedshandler, men

Selskabets afgivelse af garantier i forbindelse med udstedelse og salg af kapitalandele

et ikke børsnoteret selskab er modsat kendt. Transaktionen kan endvidere struktureres således, at sælger afgiver garantierne. Sælger har så kontrol over garantier og ansvarsgrundlag, og dette forhold vil være reflekteret i aftalens øvrige vilkår.

Også hensyn til kapitalbeskyttelsesprincippet synes herefter at indebære, at et ikke-børsnoteret selskab kan påtage sig garantiansvar over for en tegner af kapitalandele, men ikke, bortset fra i de undtagelsestilfælde, hvor det er i selskabets interesse, en køber af kapitalandele.

5.3. Ligebehandling af kapitalejere

Højesteret har ikke fundet, at ligeretsgrund sætningen eller krav om ligebehandling af kapitalejere er til hinder for et prospektansvar for udstedende selskab, jf. U2002.2067H (Hafnia), U2013.1107H (Bank Trelleborg) og U2021.139H (Amagerbank). Sø- og Handelsretten fandt heller ikke i Hafnia-sagen, at den var til hinder for udstederselskabets ansvar over for en køber i det sekundære marked. Højesteret synes heller ikke at have gjort forskel på de to erstatningssøgende investorer, jf. ovenfor afsnit 3.4.

Rationalet svarer antagelig til EU-Domstolens i Hirmann-sagen: Der er ikke et problem i forhold til ligebehandling af kapitalejere, da investor, der lider tab på grund af fejlagtig eller mangelfuld information, er i en anden situation end de eksisterende kapitalejere.⁴⁹

Den investor, der modtager en garanti fra selskabet i forbindelse med en tegning af kapitalandele, er ligeledes i en anden situation end de eksisterende kapitalejere. Hvis investor i forvejen ejer kapitalandele, er han/hun kun i en anden situation for så vidt angår de nye kapitalandele, og garantien må begrænses her til. Det samme gør sig gældende for den nye

investor, der køber kapitalandele. I de få tilfælde, hvor det er i selskabets interesse at afgive garantier i forbindelse med et salg af kapitalandele, er der næppe heller tale om en forskelsbehandling af kapitalejere til fordel for den sælgende kapitalejer.

Selskabets afgivelse af garantier strider derfor ikke mod ligeretsgrundsætningen, hvor de er afgivet i selskabets interesse.

5.4. Tegning af kapitalandele under forbehold

Selskabsloven forbyder tegning af kapitalandele »under forbehold«, jf. SL § 153, stk. 2.

En kapitalandel kan derfor ikke tegnes »på betingelse af, at visse hændelser indtræder.« En sådan type af forbehold, hvor tegningen bortfalder, hvis ikke betingelsen opfyldes, er utvivlsomt forbudt.⁵⁰

Spørgsmålet er herefter, om forbuddet kan udstrækkes til at omfatte vilkår, hvorefter selskabet skal betale erstatning, hvis en forudsætning for tegningen ikke holder. Dette er ikke klart fra lovens forarbejder. Forbuddet fremgik allerede af aktieselskabsloven fra 1930, der dog tillod forbehold, der fremgik af tegningslisten.⁵¹ Formålet med forbuddet synes dog stedse at have været at undgå, at tegninger af kapital ikke stod ved magt således, at indbetalt selskabskapital skulle gå tilbage, mens bestemmelsen ikke udelukkede erstatningsansvar for selskabet for urigtige oplysninger afgivet i forbindelse med tegningen eller ugyldighed.⁵²

Retspraksis om prospektansvar synes da også at forudsætte, at dette ansvar ikke bryder mod selskabsretlige principper, herunder forbuddet mod tegning af kapitalandele under

49. Se EU-Domstolens dom af 19. december 2023 i sag C-174/12 (Hirmann), præmis 30. Se tilsvarende Lau Hansen, Børsret, 1. udgave, 2024, side 308.

50. Se Moderniseringsudvalgets betænkning, side 779.

51. Se om 1930-lovens § 29, stk. 2, Krenchel, Håndbog i dansk aktieret med formularer, 2. udgave, 1954, side 132-133.

52. Se Krenchel, Håndbog i dansk aktieret med formularer, 2. udgave, 1954, side 134-36.

forbehold. Det forhold, at selskabet kan blive erstatningsansvarligt for fejl i det informationsgrundlag, det stiller til rådighed for at fremme et udbud af kapitalandele, indebærer altså ikke, at tegningen af kapitalandele er i strid med forbuddet mod tegning af kapitalandele under forbehold eller til underkurs.⁵³

Selskabets garantier over for en investor, der tegner kapitalandele, tjener i vidt omfang samme formål som et prospekt, og ansvaret er i vidt omfang sammenligneligt, jf. ovenfor afsnit 5.2. Et potentielt garantiansvar strider derfor heller ikke mod forbuddet mod tegning under forbehold.

5.5. Forbuddet mod tegning til underkurs

Forbuddet mod tegning af kapitalandele til underkurs i SL §§ 31 og 153, stk. 2, er en implementering af art. 8, stk. 1, i 2. selskabsdirektiv. Forbuddet fandtes dog allerede i aktieselskabsloven fra 1930. Formålet med bestemmelsen var og er at sikre, at den registrerede kapital er til stede på tidspunktet for registreringen.⁵⁴ Forbuddet kan altså ses i forbindelse med kapitalbeskyttelsesprincippet og lovens præmis om, at kreditorer skal kunne regne med den registrerede kapital. Forbuddet kan derfor ikke udstrækkes længere end kapitalbeskyttelsesprincippet i forhold til dispositioner, der efterfølgende kan indebære tab af selskabskapital. Det har altså ingen selvstændig betydning i denne sammenhæng. Dommene om prospektansvar⁵⁵ nævner da heller ikke spørgsmålet om tegning til underkurs som en selvstændig problemstilling.

5.6. Selvfinansiering

SL § 206, stk. 1, indeholder et forbud mod, at selskabet direkte eller indirekte »stiller midler til rådighed« eller »stiller sikkerhed« i forbindelse med tredjemands erhvervelse af kapitalandele i selskabet eller i dets moderselskab, cf. dog stk. 2, og §§ 213 og 214.

Formålet med selvfinansieringsforbuddet er, at en virksomhed ikke skal deltage i finansieringen af sin egen overtagelse til ugunst for selskabets kreditorer og andre interessenter. Begrundelsen for forbuddet i 2. selskabsdirektiv var tilsvarende, at selvfinansiering kan anvendes til at omgå bestemmelser, der har til formål at sikre selskabskapitalen og minoritetsinteresser.⁵⁶

Forbuddet mod selvfinansiering indebærer, at selskabets kapital ikke kan anvendes til erhvervelse af kapitalandele i selskabet eller dets moderselskab. Det indebærer således en risiko for kreditorer og selskab at deltage i finansieringen af transaktioner med selskabets kapitalandele. Risikoen er navnlig stor, hvor kapitalandelene handles, og der ikke tilføres selskabet midler, men forbuddet gælder også i forbindelse med tegning af kapitalandele.⁵⁷

Det følger af forbuddet mod, at selskabet »stiller sikkerhed«, at det ikke kan pantsætte aktiver som led i finansiering af erhvervelse af kapitalandele i selskabet. Det kan heller ikke fx kautionere over for en bank, der yder lån til en investor, der erhverver kapitalandele i selskabet. Selskabets garantier over for en investor, der angår selve selskabet og dets virksomhed og ikke investors finansieringsgrundlag, falder dog ikke inden for en naturlig sproglig forstå-

53. Se Lau Hansen, Børsret, 1. udgave, 2024, side 308.

54. Se udkast til Lov om aktieselskaber m.m., 1901, Motiver, Almindelige bemærkninger, side 44. Aktieselskabsloven af 1930 byggede herpå.

55. U2002.2067H (Hafnia), U2013.1107H (Trelleborg) og U2021.139H (Amagerbank).

56. Se Moderniseringsudvalgets betænkning, side 1021 f.

57. Se Werlauff, Selskabsret, 11. udgave, 2019, side 349, med henvisning til den ordlyd artikel 23, stk. 1, fik ved Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2006/68/EF af 6. september 2006 om ændring af Rådets direktiv 77/91/EØF (2. selskabsdirektiv).

Selskabets afgivelse af garantier i forbindelse med udstedelse og salg af kapitalandele

else af begrebet »sikkerhedsstillelse«. Der er ikke grundlag for en udvidende fortolkning af dette begreb, da garantierne ikke retter sig mod selve finansieringen.

Forbuddet mod »at stille midler til rådighed« er bredere i sin ordlyd. Denne del af forbuddet blev introduceret ved ændring af aktieselskabsloven i 1982⁵⁸ og var en del af implementeringen af 2. selskabsdirektiv.⁵⁹ Ordlyden er mere præcis og snævrere i den engelske version af direktivet, der anvender terminologien »advance funds,« og i den svenske version, som anvender den tilsvarende terminologi »ge förskott«.

Den engelske og den svenske version af direktivet synes altså begge at forudsætte, at selskabet stiller likviditet til rådighed. Den danske ordlyd indikerer et videre anvendelsesområde, hvilket er i overensstemmelse med bemærkningerne til implementeringsloven, hvorefter ordlyden omfatter »enhver finansiering af køb af aktier eller anparter.«⁶⁰

Navnlig dansk administrativ praksis har til tider givet – og giver endnu – selvfinansieringsforbuddet et anvendelsesområde, der ligger ud over, hvad direktivet synes at forudsætte, og som ikke forekommer hensigtsmæssigt.⁶¹

I sagen optrykt i U2006.145H (Procuritas) afviste Højesteret dog, at en forud for en akquisition planlagt udlodning var omfattet af forbuddet mod selvfinansiering i den dagæl-

dende aktieselskabslovs § 115, stk. 2. Af Højesterets begrundelse fremgår, at »hverken aktieselskabslovens ordlyd eller forarbejder giver fornødent holdepunkt for at antage, at en sådan planlagt efterfinansiering med frie midler, der udloddes i overensstemmelse med aktieselskabslovens § 110, indebærer en overtrædelse af forbuddet mod selvfinansiering i lovens § 115, stk. 2.«

Højesterets afgørelse må forstås således, at hvis aktieselskabslovens (nu selskabslovens) særlige regler for udbytte er overholdt, er dispositionen ikke omfattet af forbuddet mod selvfinansiering, også selv om dispositionen er planlagt i forbindelse med finansieringen af tredjemands erhvervelse af kapitalandele.⁶² Mulighederne for at foretage udlodninger fra et børsnoteret selskab efter overtagelsen af dette kan dog, hvis de ikke er beskrevet nærmere i tilbudsdokumentet, være begrænset i medfør af SL § 184.

Afgørelsen tages, med megen ræson, til indtægt for det generelle synspunkt, at reglerne om selvfinansiering må anses som *lex generalis*, der viger for reglerne om fx udbytte, kapitalnedsættelse, fusion og likvidation, der anses som *lex specialis*, og som indeholder egne mekanismer til beskyttelse af kreditorer og selskabets interesse i det hele taget.⁶³ Argumentet, der endnu ikke har overbevist Erhvervsstyrelsen, har nogen støtte i forarbejderne til selskabsloven, der dog også gengiver Erhvervsstyrelsens restriktive praksis.⁶⁴ Der lægges i forarbejderne navnlig vægt på, at der anlægges en formålsfortolkning, når det skal

58. Lov nr. 282 af 9. juni 1982.

59. Formuleringen fandtes i artikel 23, stk. 1, i 2. selskabsdirektiv.

60. Folketingstidende 1981/82, tillæg A, lovforslag L 119, spalte 2884. Se også Bunch og Corfixsen Whitt, Selskabsloven med kommentarer, 3. udgave, 2018, side 861.

61. Se Werlauff, Efterfinansierede aktiekøb – lovlig selvfinansiering gennem udbytte mv., U2001B.381, side 381. Erhvervsstyrelsens praksis er fyldigt refereret i Bunch og Corfixsen Whitt, Selskabsloven med kommentarer, 3. udgave, 2018, side 870 ff.

62. Se Schans Christensen, Kapitalselskaber, 6. udgave, 2021, side 412 ff.

63. Se Werlauff, Selvfinansieringsforbud contra *lex specialis*, U2006B.365, side 370, Werlauff og Schaumburg-Müller, Selskabsloven med kommentarer, 2020, side 1103, Schans Christensen, Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2024, side 746 ff., og Schans Christensen, Kapitalselskaber, 6. udgave, 2021, side 413 ff.

64. Se Moderniseringsudvalgets betænkning, side 514 og 1022.

fastslås, hvorvidt der er selvfinansieringssementer i en konkret disposition.⁶⁵ Dette er i overensstemmelse med Højesterets argumentation i dommen optrykt i U1997.444H, hvorefter det afgørende er, hvorvidt den foretagne disposition har til formål at lette købers finansieringsbyrde.⁶⁶ Formålsfortolkningen bør ske med øje for det overordnede formål om, at forbuddet skal beskytte kreditorer og minoritetsinteresser. Det er, som påpeget af Erik Werlauff, finansielt og forretningsmæssigt meningsløst at hindre det overtagne selskab i at betale afkast til køber og dermed også at bidrage til finansiering af overtagelsen efter, at den er gennemført.⁶⁷

Formålet med selskabets garantier over for en investor er at tilsikre visse egenskaber vedrørende det selskab, der investeres i. Der er tale om en beskrivelse af virksomheden, ligesom i et prospekt. Betaling efter garantiene bliver kun aktuel, hvis de tilsikrede egenskaber ikke holder. Formålet er altså, lige så lidt som det er tilfældet for et prospekt, at være en komponent i finansieringen. Ingen likvider forlader selskabet som følge af garantiene, medmindre noget uforudset sker. Ved en kapitalforhøjelse stilles kreditorerne bedre, uanset at selskabet påtager sig garantiansvar. Minoritetsinteresser tilsidesættes heller ikke, hvor garantiene afgives i selskabets interesse. Det er derfor ikke i strid med selvfinansieringsforbuddet, at selskabet giver investor, der tegner selskabskapi-

tal, garantier, uanset at de indebærer en latent betalingsforpligtelse.

Hvis transaktionen ikke angår kapitalrejsning, men salg af eksisterende kapitalandele, vil garantier fra selskabet, bortset fra i forbindelse med børsintroduktioner og lignende transaktioner, i de fleste tilfælde være i strid med kreditorinteressen og den kollektive kapitalejerinteresse og dermed selskabets interesse, jf. ovenfor afsnit 5.1. Dette – og ikke forbuddet mod selvfinansiering – synes at være hovedproblemet. Det er muligt, at afvejningen i forhold til SL § 206 vil påvirkes heraf. Det forekommer dog rigtigst at holde fast i, at der ikke er tale om en komponent i finansieringen eller et finansieringsformål. Selvfinansieringsproblematikken kan i øvrigt afhjælpes ved iagttagelse af procedurer og betingelser for lovlig selvfinansiering.⁶⁸

6. Konklusion

Der er efter Højesterets domme optrykt i U2002.2067H (Hafnia), U2013.1107H (Bank Trelleborg) og U2021.139H (Amagerbank) samt EU-Domstolens dom i sag C-174/12 (Hirmann) ikke tvivl om, at et selskab, der udsteder aktier i en børsmission, kan ifalde prospektansvar over for en investor, der tegner aktier. Det må ligeledes antages, at udsteder kan ifalde ansvar over for en investor, der i forbindelse med en sådan emission køber aktier i det sekundære marked. Selskabet kan på denne baggrund over for emissionsbanker påtage sig garantier og skadesløsholdelsesforpligtelser, som i realiteten dækker samme risiko.

Det må antages, at selskabet også kan ifalde prospektansvar, hvor der ved et børsudbud alene sælges eksisterende aktier. Det kan også her være i selskabets interesse at påtage sig garantier og skadesløsholdelsesforpligtelser, og

65. Se Moderniseringsudvalgets betænkning, side 1022. Se tilsvarende Werlauff og Schaumburg-Müller, Selskabsloven med kommentarer, 2020, side 1102.

66. Bunch og Corfixsen Whitt, Selskabsloven med kommentarer, 3. udgave, 2018, side 870.

67. Se Werlauff, Efterfinansierede aktiekøb – lovlig selvfinansiering gennem udbytte mv., U2001B.381, side 382. Som anført er der »til syvende og sidst kun ... én, der kommer til at betale for, at et selskab (målselskabet) får ny hovedaktionær: selskabet selv.«

68. Se Werlauff og Schaumburg-Müller, Selskabsloven med kommentarer, 2020, side 1104.

Selskabets afgivelse af garantier i forbindelse med udstedelse og salg af kapitalandele

selskabet kan i et rimeligt omfang påtage sig garantier og skadesløsholdelsesforpligtelser over for emissionsbanker.

Investorer i privatejede selskaber har et tilsvarende behov for at blive beskyttet mod, at de investerer på baggrund af forkerte eller mangelfulde oplysninger. Selskabets garantier over for investorer har i realiteten samme funktion som et prospekt, og det er ofte hensigtsmæssigt, at selskabet afgiver de relevante garantier.

Også ikke-børsnoterede selskaber kan således afgive garantier til investorer i forbindelse

med udstedelse af selskabskapital, forudsat at garantierne angår forhold i selskabet på tidspunktet for transaktionen og ikke fremadrettede driftsmæssige forhold. Ikke-børsnoterede selskaber kan derimod kun undtagelsesvis give garantier til en køber af eksisterende kapitalandele, idet sådanne garantier navnlig oftest ikke er i selskabets interesse. Hensynet til selskabets interesse har i denne forbindelse betydelig vægt også i forhold til vurderingen af, om den konkrete disposition strider mod kapitalbeskyttelsesprincippet eller forbuddet mod selvfinansiering.