

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

September 2025

Agenda

- Indledning
- Visse selskabsretlige principper og regler
- Retspraksis om udstederansvar for børsnoterede selskaber
- Garantier
- Vurdering
- Konklusion

Indledning

- Markedspraksis hvorefter kapitalselskaber i vidt omfang afgiver garantier i forbindelse med udstedelse af selskabskapital
 - Venturefinansieringsrunder
 - Over for emissionsbanker ved børsmissioner
- Er det lovligt ?
 - Jurister vurderer spørgsmålet forskelligt
- Problemstillinger
 - Selskabets interesse
 - Kapitalbeskyttelsesprincippet
 - Ligeretsgrundsætningen
 - Tegning under forbehold eller til underkurs
 - Selvfinansiering
- Retskilder
 - Ingen trykt retspraksis
 - Ingen eller meget begrænset litteratur

Indledning

- Tese
 - Retspraksis om udstederansvar forudsætter, at selskab kan blive ansvarligt over for investorer
 - Kan der heraf udledes noget om selskabets mulighed for at påtage sig garantiansvar ?
- Metode
 - Hvad er de relevante problemstillinger ?
 - Hvad siger retspraksis om udstederansvar ?
 - Vurdering
- Om konklusioner
 - Af generel karakter
 - Konkrete omstændigheder kan føre til andet resultat
 - Se detaljer i NTS, 2025, nr. 1, side 22 ff.

Visse selskabsretlige principper og regler

- Selskabets dispositioner skal være i *selskabets interesse*
 - Beskytter kreditorer og kapitalejere mod misbrug af selskabets midler
 - Er dispositionen i overensstemmelse med 1) den kollektive kapitalejerinteresse, 2) kreditorinteressen ?*
- Kapitalbeskyttelsesprincippet
 - Antagelse om at den registrerede kapital som udgangspunkt er tilstede
 - Regler, der sikrer værdi af kapitaltilførsel
 - Kapitalafgang nøje reguleret (bundne og frie reserver)
- Ligeretsrundsætningen
 - SL § 45: Alle kapitalandele har lige ret i selskabet, jf. SL § 45, 1. pkt.
 - Også et børsretligt princip, jf. U2021.139H (Amagerbank)**
- Forbud mod tegning af kapitalandele under forbehold eller til underkurs, jf. SL § 153, stk. 2 (og § 31)
- Selvfinansiering
 - Forbud mod at kapitalselskaber direkte eller indirekte stiller midler til rådighed, yder lån eller stiller sikkerhed i forbindelse med tredjemands erhvervelse af kapitalandele, jf. SL §§ 206-215

*Bunch og Schans Christensen, U2011B.1, Selskabets egeninteresse navnlig set i lyset af selskabslovens generalklausuler

** EU-retten indeholder et tilsvarende princip om ligebehandling. Blandt andet i selskabsdirektivets artikel 85, transparensdirektivets artikel 17, stk. 1, aktionærrettighedsdirektivets artikel 4 og take-overdirektivets artikel 3, stk. 1, litra a

Praktiske implikationer af de selskabsretlige principper og regler

- Kan en ugyldighedsindsigelse gøres gældende ved tegning af kapitalandele ?
 - Svage henholdsvis stærke (Norge) ugyldighedsgrunde
 - Skærpede krav til reklamation
- Kan en tegning af kapitalandele hæves ?
- Kan investor gøre erstatningskrav gældende mod selskab ?
 - U2021.139H (Amagerbank):: *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*

U 2002.2067 H – Hafnia-sagen



Faktum

Angik to investorers investering i forbindelse med emission i Hafnia Holding

En aktietegner og en køber i det sekundære marked

Hafnia var nødlidende og gik konkurs kort efter emission

Krav mod konkursbo, ledelse, revisorer og emissionsbank

Sø- og Handelsretten

Væsentlige mangler i prospekt (ejendomme m.v.)

Ansvarsgrundlag for boet, revisorerne og emissionsbanken i forhold til begge investorer

Aktietegner var på grund af passivitet afskåret fra at gennemføre krav mod boet

Højesteret

"[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"

Prospekt ikke væsentligt mangelfuldt efter samlet vurdering trods enkelte kritikpunkter

Årsag til Hafnias konkurs, risikoen ved Baltica og Skandia aktier, var beskrevet

Ikke grundlag for ansvar for uforsvarlig iværksættelse af emissionen (*emissionsansvar*)

- ➡ forudsætter at prospektansvar, såfremt betingelserne er opfyldt, kan gennemføres mod selskabet
- ➡ aktietegner- og køber behandles ens

C-174/12 – Hirmann-sagen



Faktum

Hirmanns købte Immofinanz aktier i det sekundære marked

Aktiekursen faldt, da det kom frem, at selskabet havde foretaget ulovlige foranstaltninger for at understøtte kursen

Hirmann gjorde gældende, at selskabet herved havde handlet ansvarspådragende og påstod i øvrigt at have købt aktierne på grundlag af et bedragerisk prospekt

Støttede ret på nationale østrigske regler, der på visse betingelser tillod investor 1) at træde tilbage fra en aktietegning eller investering og 2) erstatning for tab forvoldt ved et mangelfuldt prospekt

Immofinanz påstod, at kravene stred mod ufravigelige principper i national ret og i EU-retten om navnlig kapitalbevarelse

Præjudicielle spørgsmål for EU-Domstolen

EU-Domstolen

Krav om ophævelse eller erstatning ikke i strid med 2. selskabsdirektivs principper om kapitalbeskyttelse og ligebehandling

EU principperne angår retlige forhold mellem selskab og aktionærer, der følger af selskabskontrakten

Principperne regulerer selskabers interne forhold.

Hirmanns krav udspringer ikke af selskabskontrakt, men af uregelmæssigheder før eller på tidspunkt for erhvervelse af aktier → krav ikke "uddeling af kapital" → nationale regler strider derfor ikke mod principperne

Tabslidende investor er netop ikke i samme situation som øvrige kapitalejere, hvis retlige situation er uberørt af uregelmæssighed (ikke ligebehandlingsproblem)

Endvidere

- ➡ National ordning kan indebære ophævelse af aktiekøb med tilbagevirkende kraft
- ➡ Selskabers erstatningsansvar er ikke af EU-retten begrænset til aktiernes værdi på tidspunkt for krav
- ➡ Spørgsmål om begrænsning af erstatningskrav hører under national ret

Faktum

Omdannelse af sparekasse til aktieselskab

Visse garantanter tegnede aktier ved konvertering

De led tab på aktierne i forbindelse med efterfølgende tvangsindløsning

Erstatningskrav støttet mangler i prospekt i forbindelse med omdannelse

Visse af garantanterne havde ikke læst prospektet

Landsret

Prospekt væsentligt mangelfuldt da oplysninger om håndpantsætning af konto og betydning heraf for seniorlån ikke var beskrevet i prospekt

Garanterne havde ikke læst prospektet. Garanterne havde ikke mulighed for at blive opmærksom på væsentlige mangler, selvom de havde læst prospektet og kunne derfor støtte ret på prospektet

Garanterne havde ikke lidt tab, da garantikapitalen i forvejen var risikovillig kapital

Højesteret

Prospekt var væsentligt mangelfuldt

Ansvarsgrundlag opfyldt, da de kritisable forhold let kunne være konstateret (fx ved verifikation)

Garanter kunne støtte ret på prospekt, uanset de ikke havde læst det

Om årsagssammenhæng: »[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.«

➡ det bekræftes, at prospektansvar kan rettes mod selskabet som forudsat i *Hafnia*

Faktum

Investor havde tegnet aktier i forbindelse med emission i Amagerbanken A/S i august 2010.

Finansiell Stabilitet havde ydet statsgaranti og afgivet notat om behov for yderligere nedskrivninger

Finanstilsynet stillede desuagtet ikke krav om yderligere nedskrivninger

Forholdet var uomtalt i prospektet, men det fremgik klart, at banken var i en vanskelig situation

Ledelsen besluttede større nedskrivning af bankens værdier den 4. februar 2011, hvorefter banken gik konkurs den 7. februar 2011

Investor fra emission rettede krav mod bl.a. selskabet

Boet bestred, at investor kunne anmelde tab på aktier i boet

Landsretten

Beslutningerne om kapitalrejsningen og nedskrivninger må anses som ledelsesbeslutninger truffet som led i bankens almindelige drift

I strid med selskabsretlige og børsretlige principper, hvis investor kan rette krav herom mod boet*

Højesteret

Anerkendt i Hafnia og Bank Trelleborg, at aktietegner kan rette krav mod udsteder for mangelfuldt prospekt og mangelfulde oplysninger afgivet til markedet

Ansvar for selskabet bygger på aftalerelationen mellem aktietegner og selskab** (og ikke på den generelle selskabskontrakt)

Det fremgik, at selskabet var i en vanskelig situation, og den manglende beskrivelse af Finansiell Stabilitets notat medførte ikke at prospektet var mangelfuldt

Prospekt ikke væsentligt mangelfuldt efter samlet vurdering

➡ Krav for ansvarspådragende ledelsesbeslutninger truffet som led i den almindelige drift kan ikke rettes mod selskabet (nedskrivningsbeslutning)

*Sø- og Handelsretten var nået til samme resultat med tilsvarende begrundelse

** U 2021.139 H side 191

Konklusioner fra retspraksis

Spørgsmål	✓ / ✗	Kommentar
Kan et selskab ifalde ansvar ved en emission (udstedelse)?	✓	Prospekt, Hafnia, Bank Trelleborg, Hirmann
	✓	IM har samme funktion som prospekt, Gomard, ældre domme, S&H af 3/1/2025
Kan et selskab ifalde ansvar overfor aktiekøbere i sekundære marked i forbindelse med en emission ?	✓	Prospekt, Hafnia (S&H), Hirmann, Lau Hansen
	✗	IM ikke tiltænkt senere erhververe, ansvar hos sælger

● Børsnoterede selskaber ● Ikke-børsnoterede selskaber

Konklusioner fra retspraksis (2)

Spørgsmål	✓ / ✗	Kommentar
Kan selskab ifalde ansvar, hvis der ved udbud (alene) sælges eksisterende aktier ?	(✓)	Selskab udarbejder prospekt, sælger ofte køber ubekendt, Hirmann, Lau Hansen, Stockholm, Schaumburg Müller og Lindencrone (dog modsat JSC)
	✗	IM ikke tiltænkt "markedet", egentlig kontrakt mellem sælger og køber, ansvar hos sælger
Kan investor rette krav mod selskab vedrørende forhold i den løbende drift ?	✗	Kapitalbeskyttelses- og ligebehandlingsprincip, Amagerbank, Hirmann, SL § 361
	✗	Kapitalbeskyttelses- og ligebehandlingsprincip, Amagerbank, Hirmann, SL § 361

- Børsnoterede selskaber
- Ikke-børsnoterede selskaber

Garantier i investeringsaftaler

- Afdækker risiko for aktietegning på forkert grundlag (informationsasymmetri), ikke kommerciel risiko
 - I vidt omfang samme formål som prospekt
 - Praktisk
 - eksisterende kapitalejere bærer byrde forholdsmæssigt
 - færre forhandlings- og procesparter
- Tjener til fastlæggelse af mangelsbegrebet
 - Pr. signing hhv. closing
- Objektiv indeståelse
 - Selskabsforhold, IPR, tvister, kontrakter
 - Angår forhold på tidspunktet for garantien
 - Objektivt ansvar >< prospektansvar (culpa)
- Retsfølge
 - Ophævelse ?
 - Erstatning ?

7. WARRANTIES

- 7.1 The Company has disclosed and made available to the Investors the documents and information listed in [.....] (the "**Due Diligence Information**").
- 7.2 The Company represents and warrants to the Investors that each of the statements made by them and the Company in Appendix 7.2 (the "**Warranties**") is true and accurate as of the Closing Date.
- 7.3 The Company recognizes that the Investors have relied on the Warranties and the Due Diligence Information when entering into this Agreement.

8. INDEMNIFICATION

- 8.1 The Company hereby undertakes to indemnify and hold harmless each Investor in accordance with the general principles of Danish law and the provisions set out in this clause 8 from and against any and all direct loss incurred or suffered by such Investor (the "**Loss**") as a consequence of any breach of Warranty (each a "**Breach**").

Garantier i investeringsaftaler (2)

- Parallel problemstilling i forbindelse med børsudbud, hvor selskaber afgiver garantier og påtager sig at skadesløsholde emissionsbank i relation til prospekt
- Specific indemnities ?
- Fremtidige forhold ?
- Begrænset til frie reserver ?

3. **COMPLIANCE**

- 3.1 The Company has the power and is duly qualified to carry on business in all jurisdictions in which it carries on business. The Company holds all material permits required under law for the conduct of its business, as presently conducted, and all such permits are in full force and effect in all material respects.

4. **FINANCIAL INFORMATION**

- 4.1 The Company does not have any debt obligations outstanding to a Founder, Existing Shareholder or any person controlled by, or under common control with, any of the Existing Shareholders.

5. **IPR**

- 5.1 The Company either owns or has a licence to use all IPR necessary for the current and planned operation of its business and the Company has taken all steps reasonably desirable to maintain the protection of such IPR.

Kan selskabet afgive garantier ved udbud?

Princip / regel	Tegning af nye aktier	Kommentar		Salg af eksisterende aktier	Kommentar
Selskabets interesse	✓	Typisk i kapitalejeres kollektive interesse og i kreditorers interesse		(✓)	Garantier vedrører emissionsbanker. Selskab har interesse i likvidt børsmarked og kan meget muligt under alle omstændigheder ifalde ansvar. Selskab kan i rimeligt omfang afholde omkostninger
	✓	Typisk i kapitalejeres kollektive interesse og i kreditorers interesse		✗	Hverken øvrige kapitalejere eller kreditorer har interesse i garantier ved salg
Kapitalbeskyttelsesprincip	✓	Svarer til prospektansvar		(✓)	Selskab kan formentlig ifalde prospektansvar
	✓	Ikke grund til at behandle privatejede selskaber anderledes		✗	Ikke ansvarsgrundlag for selskab i forhold til 3. mand. Mere nærliggende at sælger bærer ansvar

● Børsnoterede selskaber ● Ikke-børsnoterede selskaber

Kan selskabet afgive garantier ved udbud? (2)

Princip / regel	Tegning af nye aktier	Kommentar		Salg af eksisterende aktier	Kommentar
Ligebehandling	✓	Emissionsbank er i anden situation end eksisterende kapitalejere		(✓)	Forudsat at det er i selskabets interesse, jf. ovnf.
	✓	Investor er i anden situation end eksisterende kapitalejere		✗	Præsumptivt ikke i selskabets interesse
Tegning af kapitalandele til underkurs	✓	Ikke til hinder for prospektansvar. Retter sig mod indbetaling		✓	NA
	✓	Ikke til hinder for selskabsansvar. Retter sig mod indbetaling		✓	NA

● Børsnoterede selskaber ● Ikke-børsnoterede selskaber

Kan selskabet afgive garantier ved udbud? (3)

Princip / regel	Tegning af nye aktier	Kommentar		Salg af eksisterende aktier	Kommentar
Tegning af kapitalandele under forbehold	✓	Ikke til hinder for prospektansvar. Retter sig mod indbetaling		✓	NA
	✓	Ikke til hinder for prospektansvar. Retter sig mod indbetaling		✓	NA
Selvfinansiering	✓	I selskabets interesse. Garantier dækker samme ansvar som prospekt. Ingen likviditet stilles til rådighed		(✓)	Kan være i selskabets interesse. Selskabet kan formentlig ifalde prospektansvar. Ingen likviditet stilles til rådighed
	✓	I selskabets interesse. Garantier dækker samme ansvar som forkert information. Ingen likviditet stilles til rådighed		✗	Ikke i selskabets interesse. Selskabet ifalder ikke ansvar over for køber.

● Børsnoterede selskaber ● Ikke-børsnoterede selskaber

Konklusion

- Selskaber kan ifalde prospektansvar ved udbud af nye aktier på børsen
 - Et tilsvarende ansvar gælder for ikke børsnoterede selskaber
- Selskaber kan formentlig ifalde prospektansvar, hvor eksisterende aktier sælges som del af udbud på børsen
 - Et tilsvarende ansvar gælder ikke ved salg af aktier i ikke-børsnoterede selskaber
- Selskabets garantier dækker samme ansvar som prospektansvar
 - Garantier over for emissionsbanker dækker i realiteten samme ansvar
 - Garantier overfor investorer i private selskaber dækker samme ansvar for, at investor investerer på et korrekt oplyst grundlag
- Garantier må angå forhold på det pågældende tidspunkt
 - "Specific indemnities" ikke mulige
 - Garantier om fremtidige driftsmæssige forhold eller resultater ikke mulige
 - Ikke begrænset til frie reserver, men til faktisk tab

Konklusion (2)

Spørgsmål	✓ / ✗	Kommentar
Kan et udstedende selskab afgive garantier over for emissionsbanker hhv. investorer om forhold på udstedelsestidspunktet ?	✓	Dækker i realiteten samme ansvar som prospektansvar
	✓	Børsnotering gør ikke forskel for det principielle spørgsmål (Gomard)
Kan et selskab afgive tilsvarende garantier i forbindelse med et salg af aktier i et udbud	(✓)	Angår emissionsbanker. Det kan være i selskabets interesse. Selskabet kan formentlig ifalde prospektansvar. Selskabet kan afholde rimelige omkostninger til prospekt m.v.
	✗	Det er ikke i selskabets interesse. Sælger må bære ansvar.

● Børsnoterede selskaber ● Ikke-børsnoterede selskaber

RIGHTS ISSUE

Raising new capital to strengthen Ørsted

[Click here to learn more →](#)



Ørsted A/S

(incorporated as a public limited company in Denmark with CVR number 36213728)

Rights issue and admission to trading and official listing of 900,816,600 new shares at a subscription price of DKK 66.60 per new share with pre-emptive rights for the existing shareholders of Ørsted A/S at the ratio of 15:7

This document (the **Prospectus**) has been prepared in connection with a capital increase comprising an offering (the **Offering**) and the admission to trading and official listing on Nasdaq Copenhagen A/S (**Nasdaq Copenhagen**) of 900,816,600 new shares with a nominal value of DKK 10 each (the **New Shares**) in Ørsted A/S (the **Company**) with pre-emptive rights to subscribe for New Shares (the **Pre-emptive Rights**) for the Existing Shareholders (as defined below) of the Company at the ratio of 15:7, meaning that each holder of Existing Shares (as defined below) in the Company who is registered as a shareholder of the Company with Euronext Securities (as defined below) on 18 September 2025 at 5:59 p.m. CEST (the **Existing Shareholders**) will be allocated 15 Pre-emptive Rights for each 1 Existing Share (as defined below). For every 7 Pre-emptive Rights, the holder is entitled to subscribe for 1 New Share at a price of DKK 66.60 per New Share (the **Subscription Price**).

25.4.3 Underwriting Agreement and Subscription Commitment

In connection with the Offering, the Company and the Managers have entered into the **Underwriting Agreement** on the date of this Prospectus. The Underwriting Agreement supersedes the previous standby underwriting commitment in favour of the Company entered into by the Company and Morgan Stanley on 11 August 2025 and later acceded to by the other Joint Global Coordinators and the Joint Bookrunners pursuant to which such Managers had undertaken to enter into an agreed form underwriting agreement and to underwrite, severally, and not jointly or jointly and severally, the Offering on the terms set out in such Underwriting Agreement. In connection with the standby underwriting commitment, **Ørsted agreed to pay the relevant Managers certain fees, and has given certain (i) customary representations and warranties to the relevant Managers in relation to certain matters concerning Ørsted as well as (ii) customary indemnities to the relevant Managers and certain indemnified persons connected with each of them.** The standby underwriting commitment terminated upon entry into of the Underwriting Agreement.

Pursuant to the Underwriting Agreement, subject to the satisfaction of certain conditions in the Underwriting Agreement, each of the Managers has severally, and not jointly or jointly and severally (except as set out below), agreed to subscribe for any Remaining Shares that have not been subscribed for by the Existing Shareholders through the exercise of their allocated or acquired Pre-emptive Rights or by investors through the exercise of their acquired Preemptive Rights or otherwise by Existing Shareholders and/or Qualified Investors through the application form in Annex A attached to the Prospectus before the expiry of the Subscription Period, exclusive of any New Shares to be subscribed for by the Danish State under its Subscription Commitment (i.e. the Remaining Underwritten Shares). Such Remaining Underwritten Shares will be subscribed for at the Subscription Price.

Spørgsmål



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

i Nordisk Tidsskrift for Selskabsret

Forfattere: Viktor Kjær og Christoffer Galbo

Udgivelsesdato: 24 Apr 2025

Årgang/nummer: Årgang 2025: Nummer 1

Sider: 20



Ingen adgang

Christoffer Galbo

- T: +45 26 22 09 77
- E: cg@copenhagenlaw.eu



Viktor Kjær

- T: +45 21 31 19 43
- E: vkj@copenhagenlaw.eu



RESUME/UDDRAG

The paper examines the possibility for a limited liability company subject to the Danish Companies' Act to undertake warranty and indemnity obligation. The legality of such obligations has historically been questioned on the basis of key company law principles such as the company's interest, 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 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 such obligations. 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 different types of obligations. An obligation to provide a warranty or indemnity is more often justifiable for listed companies.