

Private equity-fondes prospektansvar

Prospectus liability in private equity funds

af NIELS KRISTEN YDE TANG

Private equity-fonde spiller efterhånden en stor rolle, når det kommer til investeringer i og ejerskab af danske virksomheder. Fondene adskiller sig fra almindelige ejere af virksomheder, idet hele formålet med en private equity-fonds investering er, at porteføljeselskabet skal kunne afhændes igen indenfor en periode på typisk 5-7 år.

Afhandlingen behandler den situation, hvor en private equity-fond benytter en børsintroduktion af en porteføljevirkksomhed som exit-model, og undersøger i den forbindelse mulighederne for, at investorer kan rette krav mod fonden i anledning af mangler ved det i den forbindelse udarbejdede prospekt.

Konklusionen bliver, at de almindeligt kendte erstatningsretlige betingelser om culpa, årsagsammenhæng, adækvans og tab, alle skal være opfyldt for at kunne pålægge fonden prospektansvar. Endvidere konkluderes det, at PE-fonde i denne forbindelse, såfremt de har haft reel indflydelse på udarbejdelsen af prospektet, skal bedømmes efter reglen om ledelsesansvar i selskabslovens § 361, på trods af, at fonden er ejer og ikke formelt ledelsesmedlem.

Udover det almindelige prospektansvar behandles det også, hvorvidt der i stedet kan anlægges alternative perspektiver på investorernes muligheder for at kræve erstatning af fonden, herunder ved at statuere hæftelsesgennembrud mellem porteføljeselskabet og private equity-fonden. Det konkluderes i den forbindelse, at danske domstole har været tilbageholdende med at anvende hæftelsesgennembrudstankegangen, men at der kan anføres reelle grunde til at gentænke anvendelsesområdet i visse situationer, herunder i en underkapitaliseringssituation.

Slutteligt undersøges det, om investorerne kan gøre køberetlige mangler gældende mod private equity-fonden i dennes rolle som sælger af aktierne, samt hvordan sådanne mangler obligatorisk skal bedømmes. På trods af den sparsomme praksis om købelovens anvendelse på køb og salg af aktier, konkluderes det, at det må være muligt for køberne at gøre mangler gældende, såfremt visse betingelser er opfyldt.

Indholdsfortegnelse:

1	Abstract	2
2	Indledning	3
2.1	Problemformulering	4
2.2	Metode	4
2.3	Afgræsning.....	5
3	Private equity-fonde.....	6
3.1	Private equity-modellen og dennes livscyklus.....	6
3.2	Private equity-fondes struktur.....	7

3.3	Private equity-fondens ledelse af porteføljeselskaberne	9
3.4	Private equity-fondens exit ved børsnotering af porteføljeselskabet	10
3.4.1	Ledelsens henholdsvis private equity-fondens interesse i exit-situationen.....	10
3.4.2	Private equity-fondens rolle i prospektudarbejdelsen	11
4	Prospektreglerne	12
4.1	Prospektets opbygning.....	13
5	Prospektansvaret	14
5.1	Ansvarsgrundlaget	15
5.1.1	Ansvarsgrundlaget for prospektansvaret.....	15
5.1.2	Ansvarsgrundlaget for emissionsansvaret.....	18
5.2	Årsagssammenhæng og de øvrige erstatningsretlige betingelser.....	19
5.2.1	Formodningsreglen	20
5.2.2	De øvrige erstatningsbetingelser	22
6	Private equity-fonden som ansvarssubjekt.....	23
6.1	PE-fondens selvstændige prospektansvar - SL § 362 eller § 361?	24
6.1.1	Situation 1: PE-fonden har spillet en passiv rolle i prospektudarbejdelsen:	25
6.1.2	Situation 2: PE-fonden har spillet en aktiv rolle i prospektudarbejdelsen:	25
6.2	Hæftelsesgennembrud.....	27
6.3	Køberetligt perspektiv på PE-fondens salg af aktier.....	30
6.3.1	Købelovens mangelsbegreb	30
6.3.2	Sælgers loyale oplysningspligt.....	33
6.3.3	Misligholdelsesbeføjelser.....	34
7	Konklusion.....	35
8	Litteraturliste.....	37

1 Abstract

This study seeks to examine the possibilities of imposing prospectus liability on a private equity fund introducing a portfolio company to a capital market through an initial public offering (IPO).

Grasping the fundamentals of the structure and organization of private equity funds is a prerequisite for understanding the peculiarities concerning liability in said funds. As such, the first section is dedicated to examining the workways of private equity funds in general, including the degree to which said funds are involved in the management of its portfolio companies.

Following that, the paper seeks to examine the general principles of prospectus liability under Danish law. Here it is concluded that in order to be held liable for misrepresentations in a prospectus, the prospectus has to be misleading as a whole. Furthermore, the damages have to be caused by the misstatements in the prospectus. In this regard, it is concluded that courts tend to follow the theory of “fraud on the market”, according to which investors are presumed to have made their investments on the basis of the information provided by the company. Lastly, the investors have to have suffered a quantifiable loss, which has to be adequate in relation to the tortuous act .

Thirdly, the main section of the paper explores the different possibilities of imposing liability on the private equity fund. When deciding the standard of care to which the fund should be held in relation to the contents of the prospectus, it is generally concluded that if the fund has exercised de facto management and has been involved in the writing of the prospectus, it should be held to the same standard of care as the directors of the company. If, on the other hand, the fund has not been involved with the creation of the prospectus, it would in certain scenarios be possible to impose liability upon the fund on the basis that it has taken the decision to introduce the company to the market.

If the fund itself cannot be held liable for the contents of the prospectus, it is instead examined whether it is possible to pierce the corporate veil and set aside the private equity fund's limited liability. The conclusion is that such piercing of the corporate veil is unlikely to occur under current Danish law, but that an argument could be made that in a case of severe undercapitalization of the portfolio company, it might be reasonable to allow investors to direct their claims towards the private equity fund instead.

Finally, an alternative perspective is taken into consideration, as it is examined whether the private equity fund's sale of shares in the IPO can be categorized as a sale of goods. After concluding that this is the case, the study explores whether the test of conformity with the contract should be based on the share itself or the underlying company. This is a question that has not been tried by the Danish courts, but this dissertation reaches the conclusion that the shares would suffer defects, in case the underlying company is not in conformity with the prospectus, as the prospectus would constitute a description of the goods.

The conclusion of the paper is that there are several avenues through which investors can seek damages from a private equity fund in relation to an IPO.

2 Indledning

Når det kommer til ejerstrukturen i kapitalselskaber, er private equity-fonde ("PE-fonde") efterhånden velkendte ejere i både Danmark og Europa. Ifølge en aktuel rapport fra 27. maj 2021 er 4,3 % af den samlede arbejdskraft i Europa ansat i en hel- eller delvist kapitalfondsejet virksomhed¹, og i perioden 2015-2019 har PE-fonde investeret over € 375 milliarder i europæiske selskaber.

PE-fonde er karakteriseret ved, at en række institutionelle investorer betror deres penge i et renommeret ledelsesteam, som evner til at vækste virksomheder, og af denne grund kritiseres PE-fonde af og til i den offentlige debat for udelukkende at være fokuserede på afkast og forrentning af deres passive investorers kapital². Det er da også en ringe skjult hemmelighed, at PE-fonde ikke investerer i virksomheder af deres gode hjerte. Når en fond foretager en investering, er det konstant med det mål for øje, at den skal kunne komme ud af virksomheden igen efter en vis årrække; den skal foretage et såkaldt "exit". Når den tid kommer, vil fonden forhåbentligt have opbygget virksomhedens markedsværdi, således at den kan opnå en optimal profit ved salget.

En af de måder, en PE-fond kan foretage et sådant exit på, er ved at introducere porteføljeselskabet på kapitalmarkedet. En børsintroduktion er således en hyppigt anvendt exit-model, idet

¹ Invest Europe, "Private Equity at Work – Employment & Job creation across Europe", 2021.

² Spliid, *Kapitalfonde* (2019), s. 17 ff.

PE-fonden her udbyder dets egen beholdning af aktier ved selve introduktionen, og disse kan ofte gå til en noget højere kurs, end fonden oprindeligt købte aktierne for.

Når en PE-fond således benytter en børsintroduktion som exit-model, skal den iagttage samtlige de krav, som lovgivningen opstiller for at beskytte investorerne. På tidspunktet for børsnoteringen består der en informationsasymmetri mellem PE-fonden og den potentielle investor. Investoren har behov for visse oplysninger, før denne kan træffe en investeringsbeslutning på et informeret grundlag. Dette er årsagen til, at porteføljeselskabets ledelse skal udarbejde et prospekt, før det kan optages til handel på børsen. Prospektet beskriver de væsentligste træk ved virksomheden, samt de risikofaktorer, der kan være ved at investere heri.

Prospektkravene tvinger herefter selskabet til at offentliggøre såvel positiv som negativ information om virksomheden selv, og såfremt prospektet ikke lever op til disse krav, kan selskabet og andre aktører, der har spillet en rolle i processen, ifalde prospektansvar. I Danmark har der særligt igennem de sidste 20 år været stor fokus på prospektområdet, blandt andet fordi de sager, der har været for domstolene, har involveret højt-profilerede virksomheder – heriblandt Nordisk Fjer, Hafnia, bankTrelleborg-sagerne og den stadig aktuelle OW Bunker-sag.

I den situation, hvor en PE-fond introducerer et selskab til markedet, vil det typisk være fonden selv, der høster gevinsten ved børsintroduktionen, da det er dennes aktier, der noteres. Denne interesse i at opnå så høj en noteringskurs som muligt, kan friste PE-fonden til at ”pynte” på prospektet, således at dette ikke er helt retvisende. Hvis en virksomhed, der på papiret ser sund og rask ud, i umiddelbar forlængelse af børsintroduktionen kommer i vanskeligheder, kan det være relevant for de skuffede investorer at overveje, hvorvidt de kan gøre erstatningskrav gældende i anledning af mangler ved prospektet.

Det er denne situation, der skal undersøges i denne afhandling, med følgende problemformulering.

2.1 Problemformulering

Jeg vil undersøge mulighederne for, at investorer kan kræve erstatning af en private equity-fond i anledning af prospektmangler i den situation, hvor fonden benytter en børsintroduktion af en porteføljevirkosomhed som exit-strategi.

2.2 Metode

I afhandlingen anvendes den traditionelle retsdogmatiske metode med det formål at fastlægge, hvad der i en given situation er gældende ret. I den forbindelse er første opgave at finde de relevante retskilder, der kan belyse problemet, hvorefter disse skal analyseres og eventuelt afvejes over for hinanden³. Fortolkningen og analysen af de forskellige retsregler og retspraksis spiller en central rolle for det valgte emne, og analysen anvender de traditionelle retskilder, som det kan forventes, domstolene vil anvende til at fastlægge retsstillingen på det konkrete område.

I private equity-delen af opgaven undersøges de organisatoriske og ledelsesmæssige forhold, der kan have relevans for fondens eventuelle prospektansvar. I hvert fald indtil vedtagelsen af FAIF⁴ har private equity været et fænomen, der ikke i høj grad har været særskilt reguleret i dansk ret. Af denne grund bygger analysen i vidt omfang på den sparsomme danske litteratur

³ Blume, *Retssystemet* (2020), s. 178.

⁴ Lbkg. nr. 1047/2019 om forvaltere af alternative investeringsforeninger.

om emnet, og derudover er inddraget økonomisk litteratur, såvel som internationale branche-standarder, der er udformet af Invest Europe⁵. Særligt for så vidt angår branchestandarderne skal det nævnes, at disse ikke er tiltænkt en rolle som selvstændig retskilde, men at de i stedet anvendes i forsøget på at forudsige, hvordan PE-fonde sædvanligvis vil agere i relation til deres porteføljeselskaber.

Prospektretten er en særlig disciplin derved, at reglerne for prospekters opbygning er gennemreguleret i EU-regi, mens selve ansvaret for misvisende prospekter i høj grad er ulovreguleret og baseret på den almindelige culparegel. Prospektforordningen⁶ (PF), der regulerer prospekters opbygning og indhold, trådte i kraft i 2019, hvorfor den nærmere fortolkning af de endelige regler endnu ikke er fastslået ved EU-domstolen. Analysen af reglerne er derfor primært tekstnær og søges forstået i den kontekst, hvorfra reglerne er opstået⁷.

Selve ansvaret for prospektets indhold er som nævnt ulovreguleret, hvorfor den vigtigste retskilde til klarlægning af gældende ret er praksis fra domstolene. Analysen vil være fokuseret på de centrale domme inden for området, hvor disse forsøges sammenstillet med det formål at undersøge, hvorvidt domstolene følger en fast linje ved bedømmelsen af denne sagstype.

I opgaven vil der i få tilfælde blive inddraget komparativ ret, der skal tjene til at illustrere, hvorledes et givent problem er løst i amerikansk ret. Amerikansk ret er valgt, idet de har et af verdens største kapitalmarkeder, hvorfor der har udviklet sig nogle teorier, der kan have relevans også for dansk ret. Derudover vil det tjene som bidrag til en vurdering af hensigtsmæssigheden af gældende dansk ret.

2.3 Afgræsning

Afhandlingen behandler den konkrete situation, hvor en PE-fond foretager en børsintroduktion af et porteføljeselskab. Opgavens fokus er derfor på forholdene i porteføljeselskabet på tidspunktet for børsnoteringen, og af den grund vil de særlige organisatoriske forhold ved PE-fonde kun blive behandlet i det omfang, de kan have relevans for potentielle investorers erstatningskrav mod fonden, og de særlige regler om forvaltere af alternative investeringsfonde i FAIF vil ikke blive behandlet.

De juridiske forhold ved prospekter har efterhånden udviklet sig til en selvstændig retlig disciplin, hvorfor der naturligvis ikke kan ske en fuldstændig beskrivelse af samtlige tekniske krav til prospekternes opbygning. Derimod vil udelukkende de relevante hovedtræk blive fremhævet i opgaven, hvorimod der for en mere komplet fremstilling af reglerne for prospekterne og processen for udarbejdelsen må henvises til den øvrige litteratur⁸.

Prospekter udarbejdes ikke blot ved børsintroduktioner, men derimod også ved kapitaludvidelser, obligationsudstedelser og så videre. I denne opgave fokuseres på ansvarsforholdene ved udstedelse af prospekter i forbindelse med et selskabs optagelse til handel, og således ikke ved sekundære udstedelser herefter.

⁵ Invest Europe Handbook of Professional Standards 2018.

⁶ Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2017/1129 af 14. juni 2017.

⁷ Prospekter var tidligere reguleret i henholdsvis værdipapirhandelsloven og kapitalmarkedsloven, og prospektforordningen er i vidt omfang en videreudvikling af de hidtil gældende regler, der også var baseret på EU-direktiver.

⁸ Se for eksempel Philip Schmidt, *Prospektretten* (2016), der er det hidtil eneste værk, som behandler prospektretten som et samlet retligt område. Bogen er udgivet før prospektforordningens ikrafttræden.

For så vidt angår selve ansvarsdelen er det heller ikke muligt at redegøre for samtlige relevante betingelser for bedømmelsen. Fokus vil derfor blive lagt på ansvarsnormen og årsags-sammenhængskravet, da disse i praksis har været de centrale omtvistede punkter hos domstolene, hvorimod tabs- og adækvansbetingelserne vil blive behandlet mere summarisk.

Slutteligt skal det nævnes, at der i afhandlingen udelukkende fokuseres på PE-fondens potentielle prospektansvar. Af denne grund vil hverken ledelsens, rådgivernes eller selskabets eget ansvar blive behandlet, om end det i praksis vil være relevant at overveje, hvorvidt der også kan rettes et erstatningskrav mod de øvrige aktører.

3 Private equity-fonde

3.1 Private equity-modellen og dennes livscyklus

Private equity-fondenes formål kan i korte træk beskrives som det at opkøbe eller investere i private virksomheder tidligt i disses levetid for efter en årrække at afhænde dem med forhåbninger om en gevinst. Almindeligvis sondres mellem venture capital-fonde, der investerer forholdsvis tidligt i selskabernes levetid, og kapitalfonde, der først investerer, når virksomhederne når en vis størrelse⁹. Trods terminologiforvirringen, der af og til optræder inden for dette emne, benyttes i denne afhandling begrebet ”private equity” som samlebegreb for både venture capital- og kapitalfonde.

En PE-fonds livscyklus kan deles op i tre faser¹⁰:

- 1) PE-teamets fundraising hos investorer.
- 2) PE-fondens investeringer i porteføljeselskaber.
- 3) PE-fondens exit, hvorved forstås fondens afhændelse af investeringerne med efterfølgende likvidation af fonden og fordeling af provenu blandt investorerne.

Første fase består af indledende investeringsrunder, hvor PE-teamet rækker ud til en række institutionelle investorer, fx pensionskasser, for at skaffe kapital til at foretage en investering. Derudover er det væsentligste element i første fase de markedsanalyser, PE-teamet foretager, som har til formål at finde frem til selskaber, som fonden kan investere i, samt at oprette og strukturere PE-fonden¹¹.

Anden fase er her, hvor fonden foretager den egentlige investering i porteføljeselskabet. Herefter bistår fonden de enkelte selskaber med at udnytte dets vækstpotentiale over en årrække på typisk 3-7 år¹². Det ses af og til, at kapitalfonde kritiseres for deres manglende engagement i de selskaber, de investerer i, men i realiteten er PE-fonde sjældent passive i deres ejerskab¹³. Tværtimod er det i fondens interesse, at selskabet ledes på den mest hensigtsmæssige måde, således at investorerne kan få det højest mulige økonomiske afkast.

Tredje fase er der, hvor investorerne og PE-teamet får gevinst for deres investering, idet selskabet nu skal afhændes, typisk ved enten et salg til private købere (”trade sale”) eller ved en børsnotering. Se nærmere om kapitalfondens exit nedenfor under pkt. 3.4.

⁹ Krüger Andersen, *Private Equity* (2013), s. 15.

¹⁰ Gompers, *The Venture Capital Cycle* (2004), s. 3 og Krüger Andersen, *Private Equity* (2013), s. 19.

¹¹ Gompers, *The Venture Capital Cycle* (2004), s. 6 ff.

¹² Krüger Andersen, *Private Equity* (2013), s. 109.

¹³ Se nærmere nedenfor i pkt. 3.3 om PE-fondens ledelse af porteføljeselskaber.

3.2 Private equity-fondes struktur

Indledningsvist er det vigtigt at slå fast, at PE-fonde, på trods af navnet, i praksis ikke anvender den danske fondsstruktur som selskabsform. Derimod har PE-fonde i Danmark traditionelt anvendt kommanditselskabet som selskabsform¹⁴. Dette skyldes både, at der ved brug af denne selskabsform opnås en betydelig aftalefrihed med hensyn til selskabets struktur og ledelsesmæssige organisation, såvel som den for investorerne attraktive skattemæssige behandling, der følger af det skatteretlige princip om kommanditselskabets skattemæssige transparens. Dette sidste princip medfører kort sagt, at den enkelte investor i kommanditselskabet er skattepligtig af den del af kommanditselskabets indkomst, der er knyttet til dennes ejerandel, samt har fradragret for den samme andel af udgifterne¹⁵.

Typisk vil PE-fonde have karakter af kapitalkommanditselskaber¹⁶, hvor komplementaren vil være et aktieselskab, som er oprettet af PE-teamet, hvorefter dette kapitalselskab vil hæfte ubegrænset for kapitalkommanditselskabets gældsforpligtelser. Ved PE-teamet forstås altså personrækken, der administrerer en PE-fond, og så at sige ”står bag” fonden og komplementarselskabet.

Herudover vil rækken af øvrige kommanditister udelukkende hæfte med den del, de har indskudt i virksomheden¹⁷. Dette har særligt betydning for investorerne i PE-fonde, idet selve PE-fonden sjældent vil optage banklån og dermed blive afkrævet en kaution for den herved stiftede gæld¹⁸. I denne forbindelse er det relevant at bemærke, at i tilfælde af, at et eventuelt erstatningskrav rettes mod PE-fonden vil de indskydende selskaber alene hæfte med den del, de har indskudt.

Det er selve PE-fonden, der foretager investeringer i de enkelte porteføljeselskaber, der typisk vil være unoterede selskaber på tidspunktet for investeringen (heraf navnet ”private” equity), men det er også set, at der er blevet foretaget PE-investeringer i børsnoterede selskaber, hvorefter dette er søgt afnoteret med henblik på at vækste selskabet, forinden det igen introduceres på børsen, såkaldte P2P-transaktioner eller ”reverse leveraged buyouts”¹⁹. Fra dansk praksis om reverse leveraged buyouts kan nævnes en kapitalfonds opkøb af ISS med følgende afnotering i 2005, hvorefter selskabet blev gennoteret i 2014²⁰.

Selve investeringsprocessen og -strukturen er særdeles kompliceret, og det vil sjældent være PE-fonden selv, der er direkte ejer af kapitalandelene i porteføljeselskabet. I stedet vil der være en række helejede datterselskaber, der vil være stiftet med det formål at opnå en optimal akquisitionsfianciering for fondens køb af porteføljevirkomheden, herunder ved at sikre visse kreditorer dækning før andre ved strukturel efterstilling af gælden²¹.

¹⁴ Krüger Andersen, *Private Equity* (2013), s. 37 ff., og Fode, *Valg af selskabsform* (2016), s. 406.

¹⁵ Se vedrørende den skattemæssige behandling Fode, *Valg af selskabsform* (2016), s. 418 ff., og Pedersen, *Skatteretten 2* (2019), s. 807 ff. De skattemæssige forhold vil ikke blive behandlet yderligere her.

¹⁶ Ikke at forveksle med kommanditaktieselskaber, der er underlagt lovgivningen i selskabsloven, jf. SL § 5, nr. 22.

¹⁷ Fode, *Valg af selskabsform* (2016), s. 414.

¹⁸ *Ibid.*, s. 405.

¹⁹ Se nærmere om P2P-investeringer Krüger, *Private Equity* (2013), s. 21 og 193 ff.

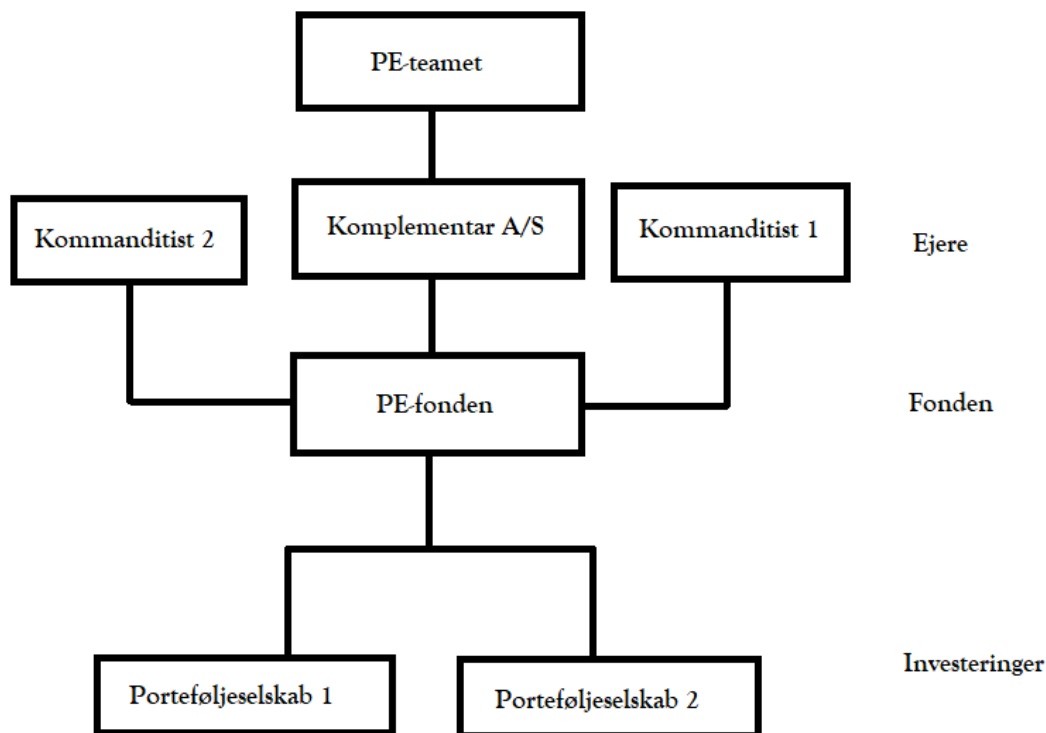
²⁰ Se udførligt om ISS-sagen Spliid, *Kapitalfonde* (2019), s. 283 ff., og Berlingske, ”Fondsbørsen byder ny ”Folkeaktie” velkommen”, 13/03/2014, tilgået 22/02/2021.

²¹ Se i det hele om strukturel efterstilling, Kure, *Finansieringsret* (2018), s. 413 f., og om PE-fondes akquisitionstrukturer Knuth Larsen, *Selvfinansiering i private equity-backed leveraged buyouts*, speciale 2019, Aarhus Universitet.

Et PE-team, der administrerer flere PE-fonde, vil som regel oprette et komplementarselskab for hver enkelt PE-fond, idet ansvaret dermed kan adskilles fra hinanden, hvorefter eventuelle erstatningskrav knyttet til én PE-fond ikke har nogen påvirkning af driften af den anden fond²².

Et eksempel på en PE-fonds opbygning vil kunne se således ud:

Figur 1: PE-fondens struktur



Note: Egen tilvirkning med inspiration fra Krüger Andersen, Private Equity (2013), s. 38.

Den reelle ledelse af PE-fonden foretages som regel af PE-teamet, enten ved at medlemmerne indsættes som ledelse i fonden, eller ved at fonden indgår aftale med et særligt management-selskab (der typisk vil bestå af medlemmer af PE-teamet) om, at dette selskab skal forestå ledelsen af fonden.

Investorenes rolle er som klart udgangspunkt udelukkende at bidrage med kapital til fondens investeringer, hvorfor deres beføjelser over for ledelsen og driften af fonden typisk er beskedne²³. Som en naturlig følge heraf vil de passive investorer (på engelsk ”limited partners”) som udgangspunkt ikke have nogen indflydelse på den daglige ledelse af porteføljeselskaberne²⁴. Disse vil som regel have investeret i fonden som følge af deres egne manglende kompetencer til at forvalte de pågældende selskaber på en måde, så disse giver et tilfredsstillende afkast²⁵.

²² Krüger Andersen, *Private Equity* (2013), s. 59.

²³ *Ibid.*, s. 54.

²⁴ Dette er også anbefalingen i *Invest Europe Handbook of Professional Standards*, sec. 3.2.4. Se nærmere om denne nedenfor i pkt. 3.3.

²⁵ Dan Moalem, *Venture Capital selskaber – samspil mellem jura og økonomi*, i *Juridiske Emner ved Syddansk Universitet 2001*, Djøf Forlag, s. 6.

Hele strukturen er reguleret af et sæt aftaler, der blandt andet omfatter kommanditselskabsaftalen, en ejeraftale mellem kommanditisterne og komplementaren, samt eventuelt en managementaftale med PE-teamet²⁶.

I kommanditselskabsaftalen, der regulerer forholdet mellem kommanditisterne og komplementaren, vil PE-teamet typisk have interesse i at indskrive ansvarsfraskrivelsesklausuler, hvorefter medlemmerne af teamet ikke kan holdes ansvarlige, såfremt der lides et tab, medmindre de har handlet groft uagtsomt eller forsætligt. Ansvarsfraskrivelserne i denne aftale har naturligvis, som følge af princippet om kontraktens relativitet, kun virkning over for de passive investorer, og kan ikke af PE-teamet påberåbes over for tredjemand, der har lidt tab som følge af et medlem af PE-teamets simple uagtsomhed²⁷.

Det fremgår af det ovenfor beskrevne om PE-fondes struktur, at det som regel vil være fonden som sådan, der ultimativt ejer porteføljeselskaberne. I relation til opgavens problemformulering er det derfor relevant at undersøge, hvordan PE-fondene udøver dette ejerskab, og i hvilken grad dette afspejler sig i den reelle ledelse af porteføljeselskaberne.

3.3 Private equity-fondens ledelse af porteføljeselskaberne

Som nævnt i indledningen er der en omfattende samfundsmæssig debat om, i hvilken grad PE-fondes investeringer i og opkøb af porteføljeselskaber kan bidrage til disses vækst, eller om det modvirker selskabernes ønsker om langsigtet vækst ved at have som det ultimative mål at skabe maksimal kortsigtet profit. Invest Europe (tidligere EVCA) har udarbejdet en håndbog (herefter "IE Handbook"), der, i stil med Anbefalingerne for God Selskabsledelse, indeholder anbefalinger til, hvordan en PE-fond bør lede dens porteføljeselskaber, samt retningslinjer for, hvilken grad af involvering fonden bør have i selskabets forhold²⁸. Denne håndbog anbefaler generelt komplementaren ("the General Partner") i PE-fonde at være aktiv i dens ejerskab, samt jævnlige rapporter om selskabets udvikling til de passive investorer i fonden²⁹.

Når PE-fonden erhverver aktier i selskabet, medfølger de rettigheder, der er knyttet til aktierne³⁰, herunder særligt retten til at stemme på generalforsamlingen, jf. selskabslovens (SL) § 46. Herudover vil fonden normalt betinge sig yderligere indflydelse, for at sikre, at selskabet bliver ledet på den mest hensigtsmæssige måde, således at profitten ved exit bliver maksimal³¹.

Dette kan eksempelvis ske ved, at PE-fonden ved sin investering betinger sig retten til at indsætte et bestyrelsesmedlem. Dette er også anbefalet i IE Handbook sec. 3.4.5, hvor det yderligere nævnes, at det udpegede bestyrelsesmedlem (der typisk vil være medlem af PE-teamet) bør have erfaring indenfor den branche, porteføljeselskabet opererer i.

Når bestyrelsesmedlemmet er udpeget, er det selskabsretlige udgangspunkt herefter, at denne, når der tages beslutninger på bestyrelsesmødet, skal handle i selskabets interesse, og altså ikke i PE-fondens, jf. forudsætningsvist SL § 115³². Dette kan give nogle interessekonflikter, som

²⁶ Se om de nærmere aftaler i aftalekomplekset Krüger, *Private Equity* (2013), s. 41 ff.

²⁷ Lyng Andersen, *Aftaler og mellemænd* (2017), s. 24.

²⁸ Invest Europe Handbook of Professional Standards 2018, særligt afsnit 3, "Management of an investment".

²⁹ IE Handbook, sec. 3.4.1, "Investment monitoring".

³⁰ Se også Krüger Andersen, *Private Equity* (2013), s. 134.

³¹ Spliid, *Kapitalfonde* (2019), s. 22 f.

³² Krüger Andersen, *Aktie- og Anpartsselskabsret* (2019), s. 338.

eksempelvis kan løses ved, at bestyrelsen skubber beslutningen op på generalforsamlingsniveau, hvor aktionærerne ikke har en loyalitetspligt til selskabet³³. I IE Handbook er det derudover understreget, at bestyrelsesmedlemmet må være rede på at skulle trække sig fra bestyrelsen i det tilfælde, at en interessekonflikt skulle opstå, jf. sec. 3.4.6.

I praksis er PE-fonde altså sjældent blot passive aktionærer i de selskaber, de investerer i, men derimod søger de at bidrage til at lede selskabet i den mest hensigtsmæssige retning. Som en eftervirkning af "high-yield"-investeringsmarkedernes sammenbrud i 1990'erne har kapitalfondenes ledelsesstil skiftet karakter, og de tidligere tiders destruktive asset-strips er i høj grad skiftet ud med en mere vækstorienteret tilgang end tidligere³⁴. En af bevæggrundene bag en PE-fonds investering kan nu være, at der er en inkompetent ledelse i selskabet, der derfor ikke har udnyttet dets fulde vækstpotentiale, hvorfor fonden ser en mulig gevinst ved at udskifte ledelsen, eventuelt ved at indsætte et medlem af PE-teamet i bestyrelsen³⁵.

Som nævnt i pkt. 3.1 er PE-fondes ejerskab på forhånd tidsbegrænsede, idet det ved investeringen står klart for alle parter, at fonden på et senere tidspunkt skal ud af virksomheden igen. Et af de vigtigste spørgsmål for PE-fonden er således, hvordan og hvornår et sådant exit skal foretages.

3.4 Private equity-fondens exit ved børsnotering af porteføljeselskabet

Idet emnet for denne afhandling er prospektansvar ved børsintroduktioner, er det naturligt, at hovedvægten af dette afsnit lægges på spørgsmålet og diskussionen omkring PE-fondes exit-strategier.

Beslutningen om at foretage exit skal foretages af PE-fonden³⁶, og altså ikke af selskabet selv som sådan, idet fonden vil sikre sig, at der indsættes bestemmelser i enten vedtægterne eller en ejerftale om, at visse bestyrelsesbeslutninger kræver samtykke fra PE-fonden, hvorefter bestyrelsen eksempelvis ikke alene vil kunne træffe beslutning om børsnotering af selskabet eller salg af dets aktiver³⁷.

Ved planlægningen af exit er det relevant for fonden at finde det rette tidspunkt til at afhænde aktierne på, da PE-teamets eget afkast ("carried interest") afhænger af, at de passive investorer har fået tilbagebetalt deres kapital tillagt en årlig intern rente, der normalvis fastsættes til 8 %³⁸. Når PE-teamet vurderer, at der ikke er sandsynlighed for, at selskabet længere kan øge sin værdi med over 8 % årligt, vil det være tid for fonden til at foretage en exit.

3.4.1 Ledelsens henholdsvis private equity-fondens interesse i exit-situationen

Ovenstående skal illustrere, hvad der ved en exit-situation er PE-fondens interesse, nemlig at vækste selskabet til det punkt, hvor dets årlige vækst ikke længere overstiger den interne rente,

³³ Krüger Andersen, *Private Equity* (2013), s. 136 og Krüger Andersen, *Aktie- og Anpartsselskabsret* (2019), s. 344.

³⁴ Schaumburg-Müller, *Kapitalselskaber* (2020), s. 709.

³⁵ Antagelsen er inspireret af teorien om "a market for corporate control", jf. om denne teori bl.a. Krüger Andersen, *Børsretten* (2019), s. 195 ff.

³⁶ Spliid, *Kapitalfonde* (2019), s. 20.

³⁷ Krüger Andersen, *Private Equity* (2013), s. 135 og 205. Hvorvidt selskabets bestyrelse kan træffe beslutning om børsnotering uden generalforsamlingens inddragelse er omdiskuteret i teorien, men ved indsættelsen af disse klausuler er diskussionen som sådan irrelevant i denne sammenhæng.

³⁸ Krüger Andersen, *Private Equity* (2013), s. 201.

som skal betales til de passive investorer i fonden. Denne interesse er ikke nødvendigvis sammenfaldende med porteføljeselskabets ledelses interesse, der i modsætning til fonden ikke nødvendigvis vil afhænde deres aktier³⁹ på dette tidspunkt, hvor det tilsyneladende går godt for selskabet. Af denne grund vil PE-fonden som regel sikre sig, at der indgås en ejerftale med de øvrige aktionærer, der indeholder en ”drag-along” klausul, hvorefter PE-fonden ved exit kan kræve, at minoritetsaktionærerne også sælger deres aktiebesiddelser⁴⁰.

Disse forhold gør sig ikke nødvendigvis gældende i samme grad, når PE-fonden planlægger exit via en børsnotering, som når de planlægger et salg af virksomheden til private. I børsnoteringssituationen vil ledelsen ikke nødvendigvis være tvunget til at gå af eller sælge sin aktiebeholdning, og ledelsens interesse vil derfor i høj grad være sammenfaldende med PE-fondens⁴¹. Dette er også understreget af, at de præferenceaktier, som PE-fonden typisk vil have sikret sig ved investeringen, i de fleste tilfælde vil blive reklassificeret til almindelige aktier i tilfælde af en børsnotering. Dette står i modsætning til et trade sale, hvor præferenceaktierne netop kan vise deres funktion ved at sikre PE-fonden dækning af dennes investering, hvorved de øvrige aktionærer (herunder ledelsen, hvis disse besidder aktier), risikerer at få et mindre udbytte fra salget⁴².

PE-fonden har altså en selvstændig interesse i at opnå en så høj forrentning af sin investering som muligt, i modsætning til ledelsen, hvis primære interesse (i hvert fald i teorien) er selskabets overlevelse. Hvis PE-fonden frygter, at selskabet er ved at komme i problemer, vil fonden søge et exit, før disse omstændigheder bliver til virkelighed, hvilket potentielt kan skabe et incitament for fonden til at få selskabet til at fremstå sundere end realiteten. Dette er primært en risiko, såfremt PE-fonden reelt har indflydelse på udarbejdelsen af prospektet for porteføljeselskabet.

3.4.2 Private equity-fondens rolle i prospektudarbejdelsen

Udover de mange praktiske opgaver, der er forbundet med forberedelsen af en børsnotering⁴³, indebærer selve noteringen et udbud af aktier til primærmarkedet, og selskabet er derfor underlagt prospektpligt, jf. PF art. 3.

Prospektet vil sædvanligvis udarbejdes af selskabets ledelse og rådgivere, uden at PE-fonden spiller en større selvstændig rolle⁴⁴. Det er dog ikke givet, at dette altid vil være tilfældet, især når der er tale om en børsnotering af et selskab, hvori PE-fonden ejer (næsten) alle aktierne.

Selve skrivningen af prospektet forestås som regel af selskabets advokater og emissionsbanken, men når det kommer til beskrivelse af selskabets risikofaktorer, regnskaber og øvrige forretningsorienterede afsnit, kræves der en betydelig involvering af selskabet⁴⁵. Det er ikke utænkeligt, at PE-fonde med helejede porteføljeselskaber vil være direkte involverede i affatningen og leveringen af disse oplysninger, hvilket også ville være i overensstemmelse med deres rolle

³⁹ PE-fonden vil typisk invitere ledelsen til at være medinvestor i porteføljeselskabet, for på den måde at forene ledelsens og fondens interesser, jf. Spliid, *Kapitalfonde* (2019), s. 23.

⁴⁰ IE Handbook, sec. 3.3.6, ”Investment Agreement” og Krüger Andersen, *Private Equity* (2013), s. 204.

⁴¹ Krüger Andersen, *Private Equity* (2013), s. 206.

⁴² *Ibid.*, s. 130.

⁴³ Blandt andre markedsførings- og due diligenceopgaver. Se om disse Philip Schmidt, *Prospektretten* (2016), s. 119 ff.

⁴⁴ Krüger Andersen, *Private Equity* (2013), s. 212.

⁴⁵ Philip Schmidt, *Prospektretten* (2016), s. 124.

som aktiv ejer⁴⁶. Som beskrevet tidligere er PE-fonde i vidt omfang tilskyndede til at involvere sig selv i ledelsen af selskabet, idet det er herved, PE-ejerskabet kan vise dets værdi for selskabet⁴⁷. I relation til spørgsmålet om, hvorvidt et prospektansvar kan rettes mod PE-fonden, vil det derfor være et relevant bevistema, i hvilken grad fonden har været involveret i den konkrete udformning af prospektet, jf. nedenfor i pkt. 6.1.

Efter børsnoteringen af selskabet vil PE-fonden i den ideelle verden være helt ude af selskabet, men som regel vil emissionsbanken forhindre dette ved at indgå såkaldte "lock-up"-aftaler med fonden i forbindelse med rådgivningen om børsnoteringen. Disse aftaler har til formål at sikre, at fonden ikke kan sælge samtlige deres aktier indenfor en vis periode (typisk 6-18 måneder) efter børsnoteringen⁴⁸. Årsagen er, at disse aftaler giver potentielle investorer en sikkerhed for de nystoterede aktier, idet lock-up-aftalen fastholder PE-fondens interesse i, at selskabet også efter børsnoteringen vil være rentabelt. Herved undgås også nogle af de potentielle interessekonflikter, der er beskrevet oven for i pkt. 3.4.1.

På trods heraf er det naturligvis ikke givet, at det nu noterede selskab vil kunne overleve efter børsnoteringen, og såfremt aktionærene mener at have investeret på baggrund af et mangelfuldt prospekt eller misvisende oplysninger afgivet i sammenhæng med emissionen, kan de have interesse i at rejse et erstatningskrav på den baggrund.

Før der kan pålægges en PE-fond et eventuelt prospektansvar, er det nødvendigt at fastslå, hvorvidt de materielle regler for prospekters indhold, er overholdt. Reglerne for, hvad et børsprospekt skal indeholde, og hvordan det skal opbygges, findes i øjeblikket i Prospektforordningen (PF).

4 Prospektreglerne

Hovedformålene bag udformningen af den nye prospektforordning var, at virksomheder indenfor EU lettere skulle have adgang til kapital fra kapitalmarkederne, samt at sikre investorbekyttelsen.⁴⁹ Disse hensyn trækker reguleringsmæssigt i hver sin retning, idet et hensyn til effektiv adgang til kapitalmarkederne nødvendigvis må medføre færre omkostninger til sikring af investorernes informationsbehov, hvorfor der ved forordningen er tilsigtet en hensigtsmæssig afvejning af disse hensyn⁵⁰.

Med prospektforordningens ikrafttræden indtræder pligten til at udarbejde et prospekt nu, når værdien af aktieudbuddet overstiger € 8 mio., jf. kapitalmarkslovens (KML) § 10, jf. PF art. 3, stk. 2. Ifølge forarbejderne til kapitalmarksloven beregnes værdigrænsen på baggrund af kursværdien af det offentlige udbud tillagt eventuelle omkostninger, der pålægges investorerne⁵¹. Desuden er en række af undtagelserne til prospektpligten nu ændret. Mest iøjnefaldende er, at tærsklen for at være undtaget prospektpligt ved optagelse af yderligere værdipapirer til handel nu er hævet fra 10 % til 20 % af antallet af værdipapirer, der allerede er optaget til handel⁵².

Generalklausulen i PF art. 6 indeholder de overordnede krav til prospektets indhold. Herefter skal prospektet indeholde "de nødvendige oplysninger, der er væsentlige for, at en investor kan

⁴⁶ Se også i denne retning Werlauff, *Børs- og kapitalmarksret* (2019), s. 449, der dog selv anfører, at PE-fonde i praksis sjældent vil spille en aktiv rolle i selve prospektskrivningen.

⁴⁷ Se bl.a. IE Handbook, sec. 3.4, der har som overordnet mål at sikre den gode ledelse af porteføljeselskaberne.

⁴⁸ Krüger Andersen, *Private Equity* (2013), s. 207.

⁴⁹ PF præambel 1 og 7.

⁵⁰ Mikael Philip Schmidt m.fl., R&R 2017/11.66 (s. 7).

⁵¹ Lovforslag nr. 155 af 15. marts 2017, s. 80.

⁵² Werlauff, *Børs- og kapitalmarksret* (2019), s. 408.

foretage en velbegrunder vurdering” af en række nærmere opregnede forhold, herunder blandt andet udstederens aktiver og passiver, fortjeneste og tab, finansielle stilling og forventede udvikling, samt, som noget nyt, årsagerne til udstedelsen og dens konsekvenser for udstederen, jf. PF art. 6, stk. 1, litra a)-c). Især kravet om, at årsagerne til udstedelsen og dens konsekvenser for udstederen, er af særlig interesse, idet dette medfører, at kapitalfondens exit nu skal angives som årsag for udstedelsen, samt at dens stilling i selskabet efter gennemførelsen af noteringen også skal oplyses.

Endvidere lægger forordningen fokus på, at oplysningerne i prospektet skal være koncise, jf. PF art. 6, stk. 2, og at det ”ikke [bør] indeholde oplysninger, der ikke er væsentlige eller specifikke for den pågældende udsteder og de pågældende værdipapirer, da dette kunne sløre de oplysninger, der er relevante for investeringsbeslutningen og således underminere investorbekyttelsen”, jf. PF præambel nr. 27. Dette kan ses som et led i bestræbelserne på at gøre prospekter mere overskuelige og dermed lettere tilgængelige⁵³.

4.1 Prospektets opbygning

Prospekter skal efter PF art. 6, stk. 3 bestå af 3 dele: 1) et resumé, 2) et registreringsdokument med oplysninger om udstederen, og 3) en værdipapirnote med oplysninger om de værdipapirer, der udbydes. Resuméet er af særlig ansvarsmæssig interesse, idet det i dansk ret tidligere er fastslået, at ansvar ikke kan ifaldes på baggrund af resuméet alene, jf. den tidligere gældende prospektbekendtgørelses⁵⁴ § 19, stk. 3, men at det kun kan være ansvarspådragende, såfremt det er misvisende, læst i sammenhæng med resten af prospektet. Denne retsstilling er nu også anerkendt i PF-regi, jf. nu PF art. 11, stk. 2, litra a).

Resuméets indhold er reguleret af den omfattende bestemmelse i PF art. 7. Sammenfattende kan man sige om resuméet, at det skal gøre potentielle investorer opmærksomme på karakteren af udstederen og risiciene forbundet med investeringen, samt at det, i sammenhæng med resten af prospektet, skal gøre det lettere for de potentielle investorer at beslutte, om de vil investere i de pågældende værdipapirer, jf. PF art. 7, stk. 1. Derudover er der, som noget nyt, indført et krav om, at der maksimalt må angives 15 risikofaktorer i resuméet, jf. PF art. 7, stk. 10. Denne kvantitative begrænsning er tænkt at modvirke tendensen til at opregne samtlige risikofaktorer i resuméet, hvilket kan bevirke, at den enkelte risikofaktor overses⁵⁵. Problemet er, at der tidligere har været en tendens til at opstille en omfattende række af risikofaktorer i prospektet, idet det derved har været muligt at gemme de reelle risici blandt andre mindre relevante faktorer. Ved at begrænse antallet af risikofaktorer, der kan oplyses i resuméet, til 15, skaber lovgiver større fokus på de faktorer, der rent faktisk nævnes i resuméet, og virksomheden tvinges samtidigt til at overveje dets største risici.

Kravene til registreringsdokumentet og værdipapirnoten er fastsat i to delegerede forordninger⁵⁶ med hjemmel i PF art. 13, stk. 1. De delegerede forordninger bygger på den opstilling, der er foretaget i bilag I (prospekt samlet som ét dokument) og bilag II-III (prospekt som flere separate dokumenter) i prospektforordningen, og vedrørende prospektets opbygning henvises derfor til disse. Når der henses til, at en del af formålet med den nye forordning var, at mængden

⁵³ Se bl.a. PF præambel 30.

⁵⁴ Bekendtgørelse nr. 1170 af 25. september 2018.

⁵⁵ Werlauff, *Børs- og kapitalmarkedsret* (2019), s. 415.

⁵⁶ COM (EU) 2019/979 og 2019/980.

af information skulle gøres mere overskuelig for blandt andet private investorer, er det iøjnefaldende, at omfanget af registreringsdokumentet og værdipapirnoten er stort set uændret i forhold til de tidligere regler fra prospektdirektivet⁵⁷⁵⁸.

Kravene til prospekters indhold er altså ikke nødvendigvis blevet forsimplet i en sådan grad, at de nu kan siges at være tilgængelige for private investorer, og dette skyldes muligvis også den interesse, som udstederen har i at undgå ansvar for prospektet, hvilket ansporer en tendens til at helgardere sig. Dog kan ændringerne af reglerne for resuméet tænkes at gøre denne del mere overskuelig for investorerne – men så skal det igen have sig i mente, at resuméet ikke er tiltænkt en selvstændig rolle i prospektet, men i stedet skal læses i sammenhæng med de resterende dele, jf. PF art. 11.

På den anden side er en række af undtagelserne til prospektpligten blevet lempet, hvilket kan få stor praktisk betydning for de virksomheder, der allerede er optaget til handel, da de i tilfælde af yderligere kapitaludvidelser nu ikke vil være underlagt prospektpligt på ny⁵⁹.

5 Prospektansvaret

Ved gennemførelsen af prospektforordningen blev der eksplicit undladt stillingtagen til den nærmere bedømmelse af ansvaret for, at et prospekt ikke lever op til kravene i forordningen, idet PF art. 11, stk. 1, blot pålægger medlemsstaterne at sikre, at ansvaret for oplysningerne i prospektet som minimum påhviler udstederen eller dennes ledelse, udbyderen, den person, der anmoder om optagelse til handel på et reguleret marked, eller garanten, alt efter omstændighederne. PF art. 11, stk. 2, henviser blot til, at medlemsstaternes love, forskrifter og administrative bestemmelser om civilretligt ansvar finder anvendelse på de ansvarlige for prospektet. Der er dog ikke fastsat nogen særlig ansvarsregel i KML, hvorfor de almindelige erstatningsregler sammenholdt med selskabslovens regler om ledelsens og kapitalejernes erstatningsansvar finder anvendelse⁶⁰.

Mens de særlige forhold, der kan spille ind ved bedømmelsen af en PE-fonds erstatningsansvar behandles nedenfor i afsnit 6, er det nødvendigt først at undersøge, hvornår der kan pålægges en person, fysisk eller juridisk, prospektansvar eller emissionsansvar.

Det ligger efterhånden fast, at udgangspunktet for bedømmelsen af prospektansvaret ikke er en særlig ansvarsdisciplin, der ligger adskilt fra andre ansvarssituationer i dansk ret, men at culpa-bedømmelsen også her er grundlaget for, om en person kan pålægges prospektansvar⁶¹. Desuden gælder de almindelige erstatningsbetingelser, herunder kravet om årsagssammenhæng og adækvans, også ved bedømmelsen af prospektansvaret, og indholdet af disse vil derfor blive undersøgt nedenfor.

⁵⁷ Europa-Parlamentets og Rådets Direktiv 2003/71/EF.

⁵⁸ Se også Mikael Philip Schmidt m.fl., i R&R 2017/11.66 (s. 5).

⁵⁹ Fischer-Appelt, D., “*Reforming EU securities law: the new EU Prospectus Regulation*”, *Journal of Investment Compliance*, Vol. 18 No. 4, s. 58.

⁶⁰ Werlauff, *Børs- og kapitalmarkedsret* (2019), s. 422.

⁶¹ *Ibid.*, samt Krüger Andersen, *Børsretten* (2019), s. 294 ff.

5.1 Ansvarsgrundlaget

5.1.1 Ansvarsgrundlaget for prospektansvaret

Det grundlæggende erstatningsretlige krav om, at nogen skal have handlet culpøst, før de kan blive holdt erstatningsansvarlige, gælder også indenfor prospektområdet. Som det fremgår af PF art. 11, stk. 1, vil de, der er ansvarlige for prospektet, skulle afgive erklæring om, at det efter deres bedste overbevisning er retvisende. Denne erklæring bevirker ikke, at ansvarsgrundlaget skifter karakter og bliver til et objektivt ansvar⁶², men derimod blot, at de, der er ansvarlige for prospektet, kan identificeres.

Det er anført⁶³, at der både gælder et krav om, at handlingen skal være retsstridig, og at den skal være culpøs, før der kan pålægges ansvar, men idet culpa-bedømmelsen inden for den almindelige erstatningsret igennem senere tid har bevæget sig væk fra den traditionelle ”bonus pater”-bedømmelse og over i en mere objektiveret bedømmelse af skadevolderen⁶⁴, ses der ikke at være grund til at skelne mellem retsstridighedskriteriet og culpa-bedømmelsen, idet udgangspunktet i begge tilfælde vil være, om pligt- og handlenormerne, der gælder inden for det pågældende livsområde, er overtrådt. Det skal dog medgives, at der inden for prospektretten traditionelt er sket en todelt ansvarsbedømmelse, hvor der i første omgang er foretaget en vurdering af, om de materielle regler er overtrådt, hvorefter det dernæst undersøges, om der er handlet culpøst af skadevolder.

Udgangspunktet for vurderingen er herefter, om de pligt- og handlenormer, der gælder inden for børsretten, nærmere bestemt prospektretten, er overholdt. Idet der foreligger en omfattende regulering af prospekters indhold, vil det herefter være naturligt at tage udgangspunkt i, om prospektets indhold er i overensstemmelse med prospektforordningen og de delegerede forordninger. Da reguleringen netop er så omfangsrig, vil man sandsynligvis ikke sjældent komme ud for, at det enkelte prospekt ikke lever fuldstændigt op til kravene i forordningen og de delegerede retsakter. Naturligvis ville det ikke være rimeligt, såfremt enhver mindre afvigelse eller mangel i prospektet kunne begrunde en række erstatningskrav fra investorerne. Det er derfor nødvendigt at søge at afgrænse de tilfælde, hvor manglerne medfører et prospektansvar, og de tilfælde, hvor de ikke gør. Desuden har Højesteret blandt andet i U 2013.1107 HD, (”bankTrelleborg-sagen”) ikke forholdt sig til den nærmere kritik af prospektets manglende overholdelse af detailreguleringen, men derimod i stedet henholdt sig til den dagældende generalklausul i værdipapirhandelslovs⁶⁵ (VPHL) § 23, stk. 3, som udgangspunkt for vurderingen af, hvorvidt prospektet var mangelfuldt⁶⁶.

Dansk retspraksis om prospektansvar er sparsom, og det er derfor relevant at se på de enkelte Højesteretsdomme, der foreligger om spørgsmålet, for at fastslå, hvilke kriterier, der spiller ind ved bedømmelsen, og om domstolene har fulgt den samme linje igennem sagerne.

5.1.1.1 *Hafnia-sagen*

Højesteret udstak den generelle linje for, hvornår et prospekt i sin helhed kan anses for mangelfuldt, i U 2002.2067 HD, (”Hafnia-sagen”), med udtalelsen om, at forudsætningen for at pålægge de prospektansvarlige et prospektansvar er,

⁶² Lau Hansen, *Kapitalmarkedsloven* (2020), s. 239.

⁶³ Werlauff, *Børs- og kapitalmarkedsret* (2019), s. 423.

⁶⁴ Isager, *Erstatningsret* (2019), s. 96.

⁶⁵ Lbkg. nr. 251 af 21. marts 2017.

⁶⁶ U 2013.1107 HD (s. 1144).

”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”⁶⁷.

Herefter er det afgørende for, om der kan statueres prospektansvar, ikke, hvorvidt prospektet lider af enkelte mangler, men i stedet om disse mangler samlet set er af væsentlig betydning for bedømmelsen af selskabet. Anskuet fra investorens synspunkt kan man sammenfatte det således, at der er handlet culpøst, og dermed eksisterer et ansvarsgrundlag, såfremt investoren ikke ville have investeret i værdipapirerne, hvis prospektet havde været mangelfrit⁶⁸.

Hafnia-sagen drejede sig hovedsageligt om 4 kritikpunkter, der kunne rettes mod prospektet, hvoraf Højesteret fandt, at man kunne kritisere 2 af punkterne⁶⁹. Det første punkt var en manglende oplysning om en forsikringsmæssig udjævningsreserve. Denne oplysning blev dog ikke antaget for at have haft betydning for kursdannelsen, idet oplysningen var givet i dagspressen, hvorfor den var kommet markedet til kendskab og må antages at have haft indvirkning på kursen. Det andet punkt var en manglende oplysning om en ”material adverse”-klausul⁷⁰, som der burde være oplyst om efter omstændighederne. Dog udtalte Højesteret, at det ikke ”kan anses for sandsynligt, at konsekvensen af, at egenkapitalen kom under dette beløb [1 mia.], ville blive, at bankerne opsagde kreditten”⁷¹.

De to kritikpunkter var ikke tilstrækkelige til, at prospektet i sin helhed kunne karakteriseres som misvisende, og Højesteret har da også ved begge kritikpunkter foretaget en bedømmelse af, om udeladelsen af oplysningen var væsentlig.

Endvidere lagde Højesteret vægt på, at samtlige risikofaktorer, der i sidste ende førte til Hafnia-koncernens kollaps, var opregnet i prospektet, hvoraf det fremgik, at kapitaltilførslen var sket som led i et forsøg på at redde de fejlslagne investeringer i Baltica-koncernen og det svenske forsikringsselskab Skandia. Det var altså ikke kritikpunkterne, men i stedet de fortsatte kurstab på aktierne i Baltica-koncernen og Skandia, der førte til Hafnias konkurs.

I dommens afsnit 4 sammenholdt Højesteret kritikpunkterne med de oplysninger, der rent faktisk blev givet i prospektet, og konkluderede på denne baggrund, at prospektet ikke kunne siges at være mangelfuldt, idet investorerne måtte være klar over, at det var en risikabel investering, samt det forhold, at det ikke var de opregnede kritikpunkter, der i sidste ende resulterede i Hafnias økonomiske sammenbrud.

5.1.1.2 bankTrelleborg-sagen

Hermed udstak Højesteret den vurdering, prospekter efterfølgende skulle bedømmes efter, og som de fik mulighed for at revurdere ved U 2013.1107 HD (”bankTrelleborg-sagen”). I denne sag konkluderede Højesteret, at der var 3 mangler ved prospektet, der kunne kritiseres.

For det første var der givet en urigtig oplysning om, at SparTrelleborg (som den var kaldt før fusionen) kun havde usikret gæld. Imidlertid var der givet håndpant på et indlån, som banken havde i Spar Nord. Som andet kritikpunkt nævnte Højesteret, at der heller ikke var oplyst, at håndpantensætningen bevirkede, at en række andre låns negativt erklæringer og cross-default klausuler aktiveredes, hvorefter gælden forfaldt til indfrielse. For det tredje var det i prospektet

⁶⁷ U 2002.2067 HD (s. 2259).

⁶⁸ Lau Hansen, *Kapitalmarkedsloven* (2020), s. 241.

⁶⁹ Werlauff og Schaumburg-Müller karakteriserer kritikken som en kritik af ”halvandet punkt” i U 2002 B, s. 347.

⁷⁰ En MAC-klausul giver långiveren ret til at opsige lånet, såfremt der sker en væsentlig forringelse af låntagers økonomiske forhold, jf. Kure, *Finansieringsret* (2018), s. 362.

⁷¹ U 2002.2067 HD (s. 2261).

angivet, at banken havde ”en betydelig likviditetsoverdækning”⁷², hvilket som følge af de forudgående forhold måtte anses som misvisende.

Især det andet kritikpunkt i bankTrelleborg-sagen fordrer en særlig bemærkning, når det sammenholdes med Højesterets tidligere argumentation i Hafnia-sagen. Som beskrevet ovenfor i pkt. 5.1.1.1 blev der i den sag lagt vægt på, at Højesteret ikke anså det for sandsynligt, at bankerne ville opsiges lånet til Hafnia, såfremt egenkapitalen kom under 1 mia., og MAC-klausulen derved aktiveredes. I bankTrelleborg-sagen kunne der muligvis være anført samme argument vedrørende cross-default-klausulerne, men her var sagen den, at bankerne rent faktisk aktiverede klausulerne og krævede gælden indfriet – de handlede altså på den modsatte vis af, hvad Højesteret forudsagde i Hafnia-sagen. Det må herefter forekomme tvivlsomt, om Højesteret i dag med samme sikkerhed vil lægge en hypotetisk fremtidig handlen fra en tredjepart til grund for en vurdering af en manglende oplysnings væsentlighed.

Efter at have opstillet de tre kritikpunkter, følger Højesteret linjen fra Hafnia-sagen ved at konkludere, at ”de anførte mangler ved prospektet efter en samlet vurdering var af væsentlig betydning for bedømmelsen af banken”, hvilket illustrerer, at man fortsat har anlagt en helheds- og væsentlighedsbetragtning ved vurderingen af, om prospektet er mangelfuldt.

Hvor Højesteret i Hafnia-sagen naturligvis ikke gik videre end til en konstatering af, at prospektet ikke var mangelfuldt, var det i bankTrelleborg-sagen nødvendigt at foretage en vurdering af ansvarsgrundlaget herefter.

Som anført af Werlauff var det i Højesterets afgørelse i bankTrelleborg-sagen ”ikke et spørgsmål om at konkurrere på at opremse flest muligt direktiv- eller forordningsstyrede tekniske krav til et prospekt, men derimod et simpelt spørgsmål om at efterprøve, om der var mangler ved prospektet, og om de var af væsentlig betydning for bedømmelsen af udstederen⁷³”. Højesteret holdt sig i den forbindelse til generalklausulen i den daværende VPHL § 23, stk. 3, som udgangspunkt for vurderingen af, om prospektet var retvisende eller ej.

Da de nåede frem til, at prospektet var mangelfuldt, vurderede de emittentselskabets ansvar på den måde, at de blot sagde, at banken, der ikke havde udstedt et prospekt før og samtidig havde fravalgt verifikation, havde handlet ansvarspådragende ved at udstede prospektet uden at oplyse om håndpantstætningerne og disses konsekvens.

5.1.1.3 *Sammenfattende om ansvarsgrundlaget*

Linjen, som Højesteret lagde ved dommen i Hafnia-sagen, er altså blevet fulgt i bankTrelleborg-sagen, på trods af, at denne sag nåede til det modsatte resultat. Hafnia har således stadig relevans, hvilket også ses i den nyere sag U 2021.139 HD (”Amagerbank-sagen”), hvor Højesteret i afsnittet om Amagerbankens potentielle prospektansvar direkte henviser til Hafnia-sagen. Argumentationsmønsteret i denne sag minder i øvrigt i høj grad om det, Højesteret anvender i Hafnia-sagen, idet de frifinder Amagerbanken (under konkurs) for prospektansvar over for en aktionær, da prospektet ikke nødvendigvis burde indeholde en oplysning om Finansiell Stabilitets vurdering af bankens arrangementer, idet kompetencen til at vurdere prospektet tilkom finansstilsynet⁷⁴. Herefter nævner Højesteret, i lighed med Hafnia-sagen, at det fremgik af prospektet, at det var en risikofyldt investering, og konkluderede på denne baggrund, at der ikke var handlet ansvarspådragende af Amagerbanken ved udstedelsen af prospektet.

Hvis man skal trække en linje gennem Højesterets (sparsomme) praksis om ansvarsgrundlaget for mangelfulde prospekter, kan det udledes af disse, at et prospekt i sin helhed skal kunne

⁷² U 2013.1107 HD (s. 1144).

⁷³ Erik Werlauff og Peer Schaumburg-Müller i U 2013 B.198, (s. 202).

⁷⁴ U 2021.139 HD, (s. 192).

anses for mangelfuldt, før der kan pålægges prospektansvar, jf. Hafnia-sagen. Ved denne bedømmelse er udgangspunktet, om prospektet lever op til kravene i lovgivningen, tidligere især VPHL § 23, stk. 3, hvor det nu må antages, at prospekter fremover primært vil blive bedømt med udgangspunkt i PF art. 6. Det må også antages generelt at være i overensstemmelse med bestemmelsen i PF art. 11, at ansvar kun skal ifaldes ud fra en helhedsbedømmelse af prospektet, idet denne bestemmelse netop foreskriver ansvar for resuméet, såfremt det læses i sammenhæng med resten af prospektet.

At prospektet samlet set er mangelfuldt, er dog ikke tilstrækkeligt i sig selv til, at der kan pålægges prospektansvar. Det følger af bankTrelleborg-sagen, at Højesteret ret stringent adskiller vurderingen af, om prospektet er mangelfuldt, og af, om der er handlet ansvarspådragende ved dets udstedelse. Den nærmere ansvarsbedømmelse kan afvige, alt afhængigt af, hvem prospektansvarskravet rettes mod.

I bankTrelleborg-sagen konkluderede Højesteret, at det var ansvarspådragende at undlade verifikation i denne situation, idet banken ikke tidligere havde udfærdiget et prospekt. Denne udtalelse kan ikke tages til indtægt for, at der generelt kan opstilles et krav om, at der foretages verifikation ved prospektudstedelsen, men såfremt der er mangler ved prospektet, som verifikatøren ville have opdaget, er det ansvarspådragende, såfremt man undlader det⁷⁵.

I både Hafnia- og Amagerbank-sagen kan man dog også spore en tendens hos Højesteret til at tillægge det ansvarsmæssig betydning, såfremt det i prospektet er oplyst, at det er en risikabel investering, således at aktionæren herved bliver gjort opmærksom på, at der er en vis risiko for, at målet med emissionen ikke nås. Det skal dog også nævnes, at en sådan oplysning ikke generelt kan fritage for ansvar, og at man ikke ved brug af standard-ansvarsfraskrivelser kan skrive sig ud af et prospektansvar⁷⁶. Et af formålene med prospektforordningen var netop at mindske antallet af risikofaktorer, der må opstilles i prospektet, for at forhindre, at selskaberne så at sige prøvede at dække sit ansvar til, jf. oven for i pkt. 4⁷⁷.

Prospektansvaret kan altså komme på tale, såfremt prospektet i sin helhed er væsentligt misvisende. Noget andet er, at der også kan være grund til at overveje at rette et erstatningskrav på grundlag af omstændighederne omkring selve emissionen.

5.1.2 Ansvarsgrundlaget for emissionsansvaret

Når der skal tages stilling til emissionsansvaret, læner culpa-bedømmelsen sig ikke på samme måde op af skrevne normer, men antager nærmere en generel karakter, hvor det afgørende bliver, om skadevolderen indså eller burde have indset, at den skadevoldende handling ville medføre en tabsrisiko⁷⁸. Formuleret på en anden måde kan man sige, at et emissionsansvar knytter sig til, om transaktionen (emissionen) var dømt til at mislykkes, og om de prospektansvarlige burde have indset dette og derefter stoppet emissionen⁷⁹.

Emissionsansvaret er som regel kun relevant, når der ikke kan statueres prospektansvar, og prospektet som sådant ikke er mangelfuldt i sig selv.

⁷⁵ Krüger Andersen, *Børsretten* (2019), s. 293.

⁷⁶ Philip Schmidt, *Prospektretten* (2016), s. 376.

⁷⁷ Se PF art. 7, stk. 10, hvorefter der maksimalt må opregnes 15 risikofaktorer

⁷⁸ Werlauff, *Børs- og Kapitalmarkedsret* (2019), s. 427.

⁷⁹ Philip Schmidt, *Prospektretten* (2016), s. 369.

Når domstolene skal vurdere ledelsens beslutning om at blive børsnoteret, spiller den traditionelle, og i dansk ret forudsætningsvist anerkendte⁸⁰, Business Judgment Rule ("BJR") en central rolle, hvorefter ledelsen tillægges en vid skønsmargin, når det kommer til forretningsmæssige skøn, jf. senest U 2019.1907 HD, "Capinordic-sagen", hvor Højesteret eksplicit udtaler, at

"der bør udvises forsigtighed med at tilsidesætte det forretningsmæssige skøn, der er udøvet af bankens bestyrelse og direktion"⁸¹.

Når ledelsen loyalt udøver et forretningsmæssigt skøn – i denne situation en vurdering af, om emissionen vil lykkes eller ej – må der således tillægges denne en betydelig skønsmargin, så længe der ikke er inddraget uvedkommende hensyn⁸².

I Hafnia-sagen opstillede Højesteret en klar skillelinje mellem prospektansvaret og det almindelige emissionsansvar, hvor udgangspunktet for det sidste var, om emissionen i sig selv var dømt til at mislykkes, og om der derfor var en pligt til at stoppe emissionen.

Højesteret dedikerede dommens afsnit 5 til en undersøgelse af dette spørgsmål. Sagsøgerne havde gjort gældende, at det faktum, at Hafnias egenkapital inden igangsættelsen af emissionen var negativ med 400 mio. kr., burde have fået de sagsøgte (emissionsinstituttet og to ledelsesmedlemmer) til at indse, at det ville være uforsvarligt at gennemføre emissionen, eller i hvert fald, at de burde have stoppet den, efter den var igangsat, da der var opstået yderligere tab i mellemtiden⁸³.

Højesteret lagde især vægt på to ting. For det første havde emissionens garantier bekræftet deres garantier vel vidende, at Hafnia havde lidt økonomiske tab. For det andet var alternativet til gennemførelsen af emissionen, at Hafnia sandsynligvis ville træde i betalingsstandsning, hvorfor det ikke var et urealistisk redningsforsøg. Det sidste skal ses i sammenhæng med Højesterets tidligere udtalelse om, at det var oplyst i prospektet, at emissionen skete som led i et forsøg på at skaffe Hafnia kapital for at stabilisere selskabet efter de fejlslagne investeringer i Skandia og Baltica-koncernen.

I bankTrelleborg-sagen blev der, som omtalt ovenfor, pålagt banken prospektansvar, og det var således ikke nødvendigt i anden række at undersøge, om der derudover kunne pålægges ansvar på grundlag af et almindeligt emissionsansvar. Heller ikke i Amagerbank-sagen blev der taget stilling til, om der var grundlag for et emissionsansvar, hvilket dog kan skyldes, at der ikke var procederet på det.

5.2 Årsagssammenhæng og de øvrige erstatningsretlige betingelser

Når det konkluderes, at der foreligger et ansvarsgrundlag for enten et prospektansvar eller et emissionsansvar, er spørgsmålet herefter, om de resterende erstatningsretlige betingelser er opfyldt, navnlig om der er årsagssammenhæng, og om tabet er adækvat⁸⁴.

Spørgsmålet om årsagssammenhæng drejer sig om, hvorvidt der er sammenhæng mellem prospektets mangler og det tab, som investoren har lidt. Det vil ofte være et bevisspørgsmål, om der er årsagssammenhæng eller ej, og udgangspunktet i den almindelige erstatningsret er, at

⁸⁰ Krüger Andersen, *Aktie- og Anpartsselskabsret* (2019), s. 515 f.

⁸¹ U 2019.1907 HD (s. 1955).

⁸² Krüger Andersen, *Aktie- og Anpartsselskabsret* (2019), s. 516.

⁸³ U 2002.2067 HD (s., 2263).

⁸⁴ Philip Schmidt, *Prospektretten* (2016), s. 359.

det er skadelidte (investorerne), der har bevisbyrden for, at der foreligger årsagssammenhæng⁸⁵.

Det helt centrale spørgsmål for årsagssammenhængen i prospektsager er herefter, om der kan opereres med omvendt bevisbyrde, hvorefter sagsøgte skal godtgøre, at der ikke er årsagssammenhæng mellem prospektet og investorens tab. Bevisbyrden for årsagssammenhæng kan være svær at løfte for en privat investor, og hvis den ubetinget pålægges skadelidte, vil det således ofte være vanskeligt at komme igennem med et erstatningskrav baseret på et prospektansvar⁸⁶.

Formuleret på en anden måde kan man spørge, om der kan opstilles en formodningsregel, hvorefter der antages at være en sammenhæng mellem den mangelfulde information i prospektet og investorens tab.

5.2.1 Formodningsreglen

I bankTrelleborg-sagen anfører Højesteret, at når en aktietegning sker på grundlag af et mangelfuldt prospekt, er der ”en formodning for, at aktietegningen ikke var sket, hvis prospektet havde indeholdt rigtige og fuldstændige oplysninger”⁸⁷. Herefter lægger de bevisbyrden over på banken, der skal godtgøre, at aktietegnerne også ville have konverteret deres garantikapital, såfremt de korrekte oplysninger havde været fremme på konverteringstidspunktet. Da de ikke kunne løfte denne bevisbyrde, antog Højesteret, at der var årsagssammenhæng.

Det interessante ved bankTrelleborg-sagen er i denne forbindelse, at Højesteret selv bemærker, at investorerne ikke havde læst prospektet inden tegningen. Dette bliver dog ikke tillagt afgørende vægt i årsagssammenhængsbedømmelsen, idet Højesteret antager, at den rådgivning, investorerne har fået omkring investeringerne, er blevet påvirket af de oplysninger, der var i prospektet.

Ved den ovenfor nævnte udtalelse viser Højesteret en tilbøjelighed til at anerkende teorien om det effektive kapitalmarked, der indebærer, at den information, der er tilgængelig på markedet, til enhver tid vil afspejles i kursen på det finansielle instrument, informationen vedrører⁸⁸. Mange af de børsretlige regler, herunder især oplysningsforpligtelserne indeholdt i markedsmissbrugsforordningen har også til formål at realisere teorien om det effektive kapitalmarked, idet de søger at mindske informationsasymmetrien mellem markedet og udstederne⁸⁹.

Med bankTrelleborg-sagen har Højesteret altså sporet sig ind på en tankegang, hvor det afgørende for at godtgøre årsagssammenhæng ikke er, om de enkelte investorer har læst prospektet og derigennem er blevet vildledt, men i stedet om de oplysninger, der er blevet givet til markedet igennem prospektet, i sidste ende er det, der har ført til en nedgang i aktiekursen. At der bliver lagt vægt på dette, fremgår også forudsætningsvist af Hafnia-sagen, hvor et af argumenterne for, at der ikke var erstatningsansvar var, at det ikke var de manglende oplysninger i prospektet, der i sidste ende medførte bankens konkurs, men at de kursrelevante oplysninger rent faktisk var givet i prospektet⁹⁰.

Hermed drages en parallel til den formodningsregel, der synes at kunne opstilles indenfor området vedrørende erstatningsansvar for børsmeddelelser i det sekundære marked, hvilket vil

⁸⁵ Isager, *Erstatningsret* (2019), s. 322.

⁸⁶ Krüger Andersen, *Børsretten* (2019), s. 300.

⁸⁷ U 2013.1107 HD, (s. 1145).

⁸⁸ Eugene F. Fama, ”*Efficient Capital Markets: A review of theory and empirical work*”, *The Journal of Finance*, 1970, Vol. 25, no. 2, s. 383.

⁸⁹ Krüger Andersen, *Børsretten* (2019), s. 206.

⁹⁰ U 2002.2067 HD, (s. 2263)

sige børsmeddelelsers ansvarsmæssige betydning for aktionærers køb af aktier fra andre aktionærer (og altså ikke fra selskabet selv). Her har man i længere tid overvejet, hvorvidt teorien om "fraud on the market" finder anvendelse i dansk ret. Denne teori stammer fra amerikansk kapitalmarkedsret, hvor den blev opstillet af den amerikanske Højesteret i en sag fra 1989⁹¹. Her fandt majoriteten (4-2, med 3 dommere, der ikke tog stilling) at der bør opstilles en formodning for, at investorer handler i tillid til markedsprisens integritet. Efter denne teori er det afgørende ikke, hvilken information investorerne rent faktisk har fået, men derimod blot, hvilken information markedet har fået. Dette har i de amerikanske lande både gjort såkaldte erstatningsøgsmål vedr. "securities fraud" mere tilgængelige for den enkelte investor, og derudover har det forbedret mulighederne for at opnå tilladelse til at føre sagerne som gruppesøgsmål⁹².

Det anførte om adgangen til at anlægge sagen som gruppesøgsmål må antages at forholde sig på samme måde i Danmark, da det vil være lettere at påvise kravenes ensartethed, når der kan anlægges en mere generel tilgang til årsagssammenhængsbeviset, jf. RPL § 254 b, nr. 1, og præmisserne i U 2019.962 Ø (OW Bunker), hvor Østre Landsret tillod investorerne at anlægge prospektansvarssagen (men ikke påstandene om et køberetligt ansvar) som gruppesøgsmål mod OW Bunker, idet kravene her måtte have den fornødne ensartethed.

Teorien om "fraud on the market" er i USA primært anvendt på ansvar for børsmeddelelser i det sekundære marked, og spørgsmålet er så, om den ligeledes kan tænkes at finde anvendelse på ansvar for prospekter i primærmarkedet. Meget taler for, at man i denne situation bør anvende teorien i endnu højere grad, idet selskabets meddelelser (prospektet) her er tættere knyttet til den enkelte handel. Ved en børsnotering er det mere ubetænkeligt at lægge til grund, at oplysningerne i prospektet afspejler sig i kursen på aktierne, idet prospektet er det grundlag, aktierne udbydes på.

Højesterets argumentation i bankTrelleborg-sagen leder da også i høj grad tanker hen på teorien om "fraud on the market" med sin udtalelse om, at det ikke er afgørende for spørgsmålet om årsagssammenhæng, hvorvidt investorerne selv har læst prospektet, eller i stedet har holdt sig til den pris, markedet har fastsat ud fra de tilgængelige informationer. Inden for området for prospektansvar er teorien således accepteret ved denne dom⁹³.

5.2.1.1 Roskilde Bank-sagen

Roskilde Byret afgjorde i efteråret 2020 en sag,⁹⁴ hvor de statuerede prospektansvar for et prospekt, Roskilde Bank udstedte i forbindelse med en aktieemission. Byretten støttede udelukkende deres dom på, at prospektet manglede oplysninger om det risikable udlånsengagement, som banken havde inden for ejendomssektoren i 2007, selvom de var blevet gjort opmærksomme herpå af Finanstilsynet. Prospektet blev herefter karakteriseret som "særdeles mangelfuldt". Byretten lagde altså ikke vægt på nogen positivt urigtige oplysninger i prospektet, men udelukkende på, at der ikke var oplyst noget om deres udlånsengagementer.

Til sammenligning med Hafnia-dommen blev der dog her lagt vægt på, at det ikke fremgik af prospektet, at emissionen skete som følge af et øget solvensbehov, hvilket der netop blev oplyst

⁹¹ *Basic Inc. v. Levinson*, 108 S. Ct. 978 (1988).

⁹² Daniel R. Fischel, "Efficient capital markets, the crash, and the fraud on the market theory", *Cornell Law Review*, 1988-1989, vol. 75, no. 5, s. 908 ff.

⁹³ I Danmark er det stadig omdiskuteret, hvorvidt teorien finder anvendelse ved handel på sekundærmarkedet. Det er blandt andet anført af Schaumburg-Müller, at der skulle gælde strengere krav til beviset for årsagssammenhæng i disse tilfælde, jf. denne i ET 2016.249.

⁹⁴ Sag BS-48592/2018-ROS

om i Hafnia-sagen. En sådan oplysning sætter investorerne i stand til at vurdere risikoen forbundet med investeringen, og det må således have vægtet betydeligt i vurderingen af, at prospektet er mangelfuldt.

Derudover tillagde byretten det betydning, at banken 1,5 år efter emissionen ophørte som selvstændigt pengeinstitut. Det er ikke irrelevant at lægge vægt på begivenheder, der indtræder efter emissionen, men det må anses som et krav for, at efterfølgende begivenheder kan tillægges betydning, at de har en direkte sammenhæng med de manglende oplysninger i prospektet⁹⁵. Byretten kunne derfor med rette have undersøgt årsagssammenhængen mellem udlånsengagementet i ejendomssektoren og bankens konkurs.

Retten udtalte derefter, at:

” Da det må antages, at sagsøger slet ikke ville have tegnet de omhandlede aktier, hvis de havde haft kendskab til de reelle forhold omkring banken, tages sagsøgers principale påstand til følge. ”

Antagelsen bygger på formodningsreglen, og idet banken ikke havde løftet bevisbyrden for, at manglerne ved prospektet ikke havde nogen indflydelse på aktionærernes beslutning om at tegne aktierne, blev der herefter statueret årsagssammenhæng. Til forskel fra bankTrelleborg-sagen blev det i denne sag dog lagt til grund, at investoren rent faktisk havde læst prospektet, hvilket muligvis også kan forklare, hvorfor retten tilsyneladende lægger vægt på, om sagsøgeren ville have tegnet aktierne, hvis de havde haft kendskab til forholdene, i stedet for at lægge vægt på om de havde tegnet aktierne, hvis prospektet havde oplyst om forholdene. Retten følger altså ikke formuleringen fra ”fraud on the market”-teorien, hvilket som nævnt sandsynligvis skyldes, at aktionæren havde læst prospektet.

På det rent juridiske plan følger denne sag fint den tidligere praksis om prospektansvar, om end der med fordel kunne være lagt yderligere fokus på undersøgelsen af, om prospektet i dets helhed er mangelfuldt. Retten udtalte, at prospektet på grund af de manglende oplysninger var særdeles mangelfuldt, og dette understøttedes blandt andet af det faktum, at banken efterfølgende ophørte som pengeinstitut, men som nævnt ovenfor kunne der med rette være foretaget en nærmere undersøgelse af, om det var det konkrete udlånsengagementet, der havde ført til bankens konkurs, eller, hvis det var andre omstændigheder, der førte til bankens kollaps, om de risikofaktorer, der egentlig førte til konkursen, var opstillet i prospektet. Sagsøgte påpeger endda i sagen, at det er fastslået ved Hafnia-sagen, at der var opstillet en række risikofaktorer i prospektet, og at man måtte stille krav til aktionærernes agtpågivenhed inden købet af aktierne, og henviser herved til reglen om caveat emptor⁹⁶.

Dommen er for så vidt principiel, idet det er en af de få domme i dansk ret, der statuerer prospektansvar, men dens præjudikatværdi svækkes af, at det ”kun” er en byretsdom. Dommen er ikke blevet anket⁹⁷.

5.2.2 De øvrige erstatningsbetingelser

Spørgsmålet om, hvorvidt der er lidt et tab, og om dette er adækvat, er de sidste led i vurderingen af erstatningskravet. Kravet om adækvans hænger sammen med spørgsmålet om årsagssammenhæng, idet man kan sige, at tabet ikke er adækvat, hvis årsagssammenhængen mellem

⁹⁵ I Hafnia-sagen blev det for eksempel tillagt vægt, at det ikke var de uomtalte omstændigheder i prospektet, der i sidste ende medførte bankens konkurs.

⁹⁶ BS-48592/2018-ROS, s.15.

⁹⁷ Ifølge mail fra sagsøgers advokat.

den skadevoldende handling og det lidte tab er spinkel⁹⁸. Investorers tab som følge af prospektmangler vil ofte være adækvate tab, men en adækvanstankegang kan muligvis have betydning, såfremt de manglende oplysninger i prospektet kun har spillet en beskeden rolle for kursfaldet (de uoplyste forhold skal dog have spillet nogen rolle for kursudviklingen, ellers ville erstatningskravet falde allerede på grund af den manglende årsagssammenhæng).

Tabsopgørelsen hænger for så vidt sammen med spørgsmålet om årsagssammenhæng⁹⁹, idet Højesteret i bankTrelleborg-sagen, efter at de har fastslået, at der er en formodning for årsagssammenhæng, benytter en simpel metode til at udregne det heraf lidte tab. De beregner blot tabet som differencen mellem ombytningskursen, som de erhvervede aktierne til (kurs 250), og tvangsindløsningskursen efter fusionen (kurs 93,27). Der stilles således tilsyneladende ikke strenge krav til beviset for det lidte tab – man kunne godt forestille sig, at sagsøgte ville anføre, at det udelukkende er det tab, der hænger sammen med de manglende oplysninger i prospektet, der skulle kunne erstattes ved et prospektansvar, men beviset for en sådan allokering af kursfaldet til forskellige årsager ville vise sig nærmest umuligt at føre i praksis. I de tilfælde, hvor selskabet efterfølgende går konkurs, forekommer det nærliggende, at domstolene vil beregne tabet som forskellen mellem tegningskursen og aktiernes værdi efter konkursen, der typisk vil være 0¹⁰⁰.

Spørgsmålet om egen skyld/accept af risiko var også på banen i bankTrelleborg-sagen, idet banken anførte, at aktionærene over en otte måneders periode havde mulighed for at sælge aktierne, mens kursen faldt. Højesteret afviste blankt, at dette skulle medføre, at investorerne havde udvist egen skyld, også idet der ikke i den mellemliggende periode fra banken var fremkommet oplysninger om de forhold, der medførte kursfaldet. Der kan således ikke antages at gælde en pligt for investorerne til at sælge deres aktier i det øjeblik, det begynder at gå skidt for virksomheden.

Omvendt er der i Hafnia-sagen til dels åbnet op for visse accept af risiko-betragtninger. I denne sag var der som nævnt i prospektet redegjort for, at der var tale om en risikabel investering, og investorerne måtte antages at have været klar over dette. Dette harmonerer med reglen i PF art. 7, stk. 10, der netop prøver at overskueliggøre resuméets beskrivelse af risiciene forbundet med en investering i prospektet.

Når samtlige de ovenfor beskrevne betingelser er opfyldt, er der herefter grundlag for et prospektansvar. I forbindelse med børsnoteringer er der dog en række aktører involveret i prospektudarbejdelsen, og alt afhængig af, hvem erstatningskravet rettes imod, kan der være særlige forhold, der er relevante at overveje vedrørende det pågældende ansvarssubjekt. Idet emnet for denne afhandling er PE-fondes prospektansvar, skal de særlige forhold for disse analyseres straks nedenfor.

6 Private equity-fonden som ansvarssubjekt

Baggrunden for at rette kravet mod PE-fonden vil ofte være, at selve porteføljeselskabet i denne situation er i økonomiske problemer, hvorefter det ikke har midler til at opfylde investorernes krav. Det vil herefter være relevant at overveje, hvorvidt andre aktører kan honorere deres krav.

Det karakteristiske ved at pålægge en PE-fond prospektansvar er, at man, til forskel fra f.eks. emissionsinstituttet eller selskabet selv, kræver af ejeren af et selskab med begrænset hæftelse,

⁹⁸ Isager, *Erstatningsret* (2019), s. 328.

⁹⁹ David Moalem m.fl. i ET 2013.153, s. 3.

¹⁰⁰ Lau Hansen, *Kapitalmarkedsloven* (2020), s. 242.

at denne skal erstatte tab, der er lidt af tredjemand pga. selskabets økonomiske situation. Spørgsmålet er særdeles relevant for de investorer, der har indskudt penge i fonden, idet en af tankerne bag hele private equity-konstruktionen blandt andet er at begrænse disse passive investorerers risiko, jf. oven for i pkt. 3.2.

Den almindelige regel i dansk ret om kapitalejers erstatningsansvar for tredjemands tab findes i SL § 362, hvorefter der kræves en grov uagtsomhed udvist af kapitalejeren, før der kan pålægges denne erstatningsansvar over for tredjemand. Det kan være en tung bevisbyrde at løfte, såfremt investoren skal godtgøre, at kapitalejeren har handlet groft uagtsomt, og spørgsmålet er således, om man i prospektsituationen i visse tilfælde kan bedømme kapitalejeren efter reglen i SL § 361 i stedet, hvis PE-fonden har spillet en mere aktiv rolle i prospektudarbejdsen. Dette behandles nedenfor i pkt. 6.1.

Det klare udgangspunkt i dansk selskabsret er, at selskab og ejer skal holdes adskilt, hvilket afspejles i SL § 1, stk. 2, hvorefter aktionærene i et selskab udelukkende hæfter med deres indskud. Spørgsmålet er, om man kan tilsidesætte denne stringente begrænsning af hæftelsen i visse tilfælde, hvilket behandles nedenfor i pkt. 6.2.

Udover det traditionelle spørgsmål om ansvar for prospektets mangelfulde oplysninger, der har karakter af et spørgsmål om erstatning uden for kontrakt, er PE-fondens børsintroduktion af en porteføljevirkksomhed særlig i den forstand, at det i realiteten er et salg af virksomheden til markedet. Spørgsmålet er så, om man kan anlægge en mere køberetligt orienteret synsvinkel og pålægge PE-fonden erstatningsansvar for salg af en mangelfuld genstand og tilsidesættelse af sin loyale oplysningspligt. Dette spørgsmål behandles i pkt. 6.3.

6.1 PE-fondens selvstændige prospektansvar - SL § 362 eller § 361?

Udgangspunktet for bedømmelsen af en kapitalejers erstatningsansvar er som nævnt SL § 362, hvorefter en kapitalejer kan pålægges erstatningsansvar, såfremt denne har handlet groft uagtsomt. Kravet om grov uagtsomhed hænger sammen med det faktum, at der ikke påhviler en kapitalejer, der ikke er medlem af ledelsen, en pligt til at handle loyalt over for selskabet¹⁰¹. Dette skyldes at kapitalejerne ikke i selskabsloven er underlagt de samme regler, som ledelsen af selskabet er, eksempelvis SL § 115 om ledelsens opgaver og pligter, og de kan derfor udnytte den information, de får på generalforsamlingen, til ethvert (lovligt) formål.

Dette bevirker, at det er en forholdsvis svær opgave at pålægge en kapitalejer ansvar efter SL § 362, hvorfor man som investor har interesse i at kunne bedømme PE-fonden efter en strengere ansvarsnorm. SL § 361 pålægger ledelsen af et selskab erstatningsansvar, såfremt de har handlet culpøst, herunder ved simpel uagtsomhed. Bestemmelsen omfatter udelukkende de enkelte medlemmer af bestyrelsen og direktionen¹⁰², hvorfor den for en umiddelbar betragtning ikke er relevant for PE-fondens ansvar. Det er dog antaget i dansk ret, at der også kan pålægges andre end den selskabsretlige ledelse et ledelsesansvar, det såkaldte ansvar for den faktiske ledelse af selskabet¹⁰³. Vedrørende prospektansvaret bliver det afgørende spørgsmål således, hvilken rolle PE-fonden har spillet i selve prospektudarbejdsen.

Som en indledende komparativ bemærkning skal det nævnes, at der i amerikansk ret ikke er tvivl om, at ejerne af børsnoterede selskaber kan blive erstatningsansvarlige for forhold ved udstedelsen af aktierne, herunder prospektmangler, idet sec. 15 i den amerikanske Securities

¹⁰¹ Krüger Andersen, *Aktie- og Anpartsselskabsret* (2019), s. 528.

¹⁰² *Ibid.*, s. 503.

¹⁰³ Gomard, *Moderne Erstatningsret* (2002), s. 53.

Act of 1933 netop pålægger "controlling persons" et selvstændigt og solidarisk ansvar i en sådan situation. Ejerne kan i dette tilfælde undgå et ansvar, såfremt de kan godtgøre, at de ikke havde nogen viden om eller rimelig grund til at kende til eksistensen af de fakta, der gjorde, at selskabet havde handlet ansvarspådragende.

Spørgsmålet er så, om der i dansk ret kan siges at gælde noget tilsvarende, på trods af den manglende lovfæstelse af princippet.

6.1.1 Situation 1: PE-fonden har spillet en passiv rolle i prospektudarbejdelsen:

I det tilfælde, hvor PE-fonden har spillet en passiv rolle i prospektudarbejdelsen, herunder hverken bidraget til prospektskrivningen eller givet oplysninger om selskabet til emissionsinstituttet eller selskabets advokater, er det svært at forestille sig, at der skulle kunne statueres ansvar efter SL § 362. Derudover har fonden ikke i denne situation reelt ageret ledelse, så der kan heller ikke statueres erstatningsansvar efter SL § 361 eller princippet i denne¹⁰⁴.

Såfremt der i denne situation i stedet anlægges en emissionsansvarstankegang, vil det være lettere at forestille sig, at der kan pålægges ansvar ud fra disse betragtninger. Som beskrevet ovenfor i pkt. 3.4 er det PE-fonden, der beslutter, hvordan og hvornår der skal foretages exit. Det er således fonden, der igangsætter emissionen, og der vil efter omstændighederne kunne eksistere en pligt for den til at stoppe emissionen, såfremt det må stå klart, at selskabet ikke vil kunne overleve på trods af en succesfuld emission.

Højesterets præmisser i Hafnia-sagen antyder, at emissionsansvaret skal ses som et subsidiært anbringende til prospektansvaret, og at det ofte kan være svært at komme igennem med et sådant krav, såfremt prospektreglerne er overholdt¹⁰⁵. Der kan argumenteres for, at dette ikke er tilfældet, når man har med en PE-fonds exitsituation at gøre. I denne situation gælder det særlige, at det er PE-fonden, der tager initiativet til børsintroduktionen, uden at de spiller nogen større rolle ved selve prospektudarbejdelsen. Emissionsansvarets subsidiære status er mere naturligt i den situation, hvor ledelsen har taget beslutningen om børsintroduktion (muligvis i samarbejde med aktionærene), og hvor erstatningskravene rettes mod ledelsen, idet disse både er ansvarlige for prospektudarbejdelsen og beslutningen om at foretage børsintroduktionen.

Det må alt andet lige være lettere at rette et erstatningskrav på baggrund af et emissionsansvar mod PE-fonde, idet disse ikke bør kunne "gemme" sig bag deres manglende involvering i prospektudarbejdelsen, såfremt det måtte have stået dem klart, at emissionen ville mislykkes. Man kan også argumentere for, at på trods af, at PE-fonden ikke har ageret faktisk ledelse i relation til prospektudarbejdelsen, har de stadig ageret ledelse med hensyn til beslutningen om børsnoteringen, idet de som nævnt i pkt. 3.4 vil have indsat bestemmelser i vedtægterne, der sikrer, at beslutningen om, hvilken exit-form der skal foretages, ikke kan træffes af bestyrelsen alene, men at denne beslutning skal godkendes af, og som regel vil blive taget af, PE-fonden.

6.1.2 Situation 2: PE-fonden har spillet en aktiv rolle i prospektudarbejdelsen:

I den anden situation, hvor PE-fonden har spillet en mere aktiv rolle, hvilket, som omtalt ovenfor i afsnit 3.4.2, ikke forekommer utænkeligt, er det i højere grad relevant at overveje, hvorvidt fonden kan drages til ansvar efter den almindelige regel om ledelsesansvar i SL § 361.

¹⁰⁴ Werlauff, *Børs- og Kapitalmarkedsret* (2019), s. 448.

¹⁰⁵ I den retning også Erik Werlauff og Peer Schaumburg-Müller i U 2002 B.437, (s. 439).

Et sådant ansvar ville forudsætte, at man i dansk ret anerkender et ansvar for de facto-ledelse, hvilket vil sige et ansvar for andre end dem, der formelt er registreret som ledelse i selskabet. Om eksistensen af et ansvar for de facto-ledelse er der som sådan enighed i teorien¹⁰⁶, men praksis herom er stadig sparsom, når der ikke er personsammenfald mellem hovedaktionær og ledelse¹⁰⁷. Gomard og Schaumburg-Müller¹⁰⁸ er tilsyneladende ikke i tvivl om, at såfremt der ikke er personsammenfald, vil hovedaktionæren, der reelt leder selskabet, blive bedømt efter SL § 361 og ikke § 362. Det er endvidere forudsat i moderniseringsbetænkningen¹⁰⁹, at såfremt aktionæren aktivt går ind og overtager ledelsen af selskabet, bliver denne bedømt efter SL § 361 om ledelsesansvar i stedet for blot § 362. Formuleringen af SL § 361 skal herefter ikke forstås som en udtømmende opregning af personer, der kan blive ansvarlige efter bestemmelsen, men blot som eksempler på personer, der i hvert fald er omfattet¹¹⁰.

Werlauff har argumenteret for, at SL § 362 forudsætter, at aktionæren handler i sin egenskab af aktionær, før der kan pålægges ansvar efter denne bestemmelse¹¹¹, hvilket endvidere harmonerer med det oven for anførte, og det må således på denne baggrund antages, at aktionærene, når de er involverede i ledelsen i en anden kapacitet end som aktionærer, vil blive bedømt efter en anderledes culpamålestok. Dette støttes også af Satair-dommen, U 1997.364 HD, hvori Højesteret udtaler, at idet moderselskabet var ene-ejer og den faktiske leder af selskabet, skulle dettes erstatningsansvar ikke bedømmes efter den dagældende anpartsselskabslovs § 112 om kapitalejeransvar, men derimod direkte efter den dagældende § 110 om det almindelige erstatningsansvar¹¹².

Hvis det herefter antages, at fonden kan ifalde ansvar for den faktiske ledelse af selskabet, bevæger vurderingen af ansvaret sig hen i retning af det almindelige ledelsesansvar. Det almindelige ledelsesansvar bedømmes, som nævnt ovenfor, som regel med udgangspunkt i, at der tillægges ledelsen en betydelig skønsmargin, når der træffes en beslutning ud fra legitime forretningsmæssige hensyn. Hvis PE-fondens ledelse har udmøntet sig i, at det er fonden selv, der har stået for at skrive prospektet, vil det afgørende herefter være, om de bevidst eller uagtsomt har fortiet eller misrepræsenteret væsentlige oplysninger i prospektet. Et ansvar for PE-fondens involvering i prospektskrivningen må forudsætte, at fondens indflydelse ikke blot har været ubetydelig eller begrænset – det må kunne godtgøres, at fondens aktivitet rent faktisk har haft afgørende betydning for prospektets udformning og dettes mangler.

Som regel vil PE-fondens rolle i prospektudarbejdelsen dog ikke bestå i selve skrivningen af prospektet, idet denne proces primært forestås af emissionsbanken og selskabets advokater¹¹³. Det er mere sandsynligt, at fondens involvering vil bestå i at levere oplysninger til prospektskriverne, og et ansvar kan her tænkes at opstå, såfremt PE-fonden bevidst tilbageholder oplysninger ud fra en vurdering af, at de pågældende oplysninger kunne resultere i en lavere noteringskurs for aktierne. En sådan involvering i processen ville i øvrigt også være i overensstemmelse med retningslinjerne i IE Handbook, sec. 3.4, hvorefter fonden bør sørge for, at der

¹⁰⁶ Krüger Andersen, *Aktie- og Anpartsselskabsret* (2019), s. 529, og Werlauff, *Børs- og Kapitalmarkedsret* (2019), s. 450.

¹⁰⁷ De fleste domme, som der i teorien henvises til, omhandler den situation, hvor en hovedaktionær, der samtidig er direktør, pålægges erstatningsansvar efter SL § 361.

¹⁰⁸ Schaumburg-Müller, *Kapitalselskaber* (2020), s. 708.

¹⁰⁹ Moderniseringsbetænkningen 1498:2008, s. 44.

¹¹⁰ Moderniseringsbetænkningen 1498:2008, s. 42.

¹¹¹ Werlauff, *Børs- og Kapitalmarkedsret* (2019), s. 450.

¹¹² Østre Landsret henviste til anpartsselskabslovens § 110 eller dennes analogi, mens Højesteret anvendte bestemmelsen direkte.

¹¹³ Philip Schmidt, *Prospektretten* (2016), s. 123.

er et informationsflow mellem porteføljeselskabet og fonden selv, som omtalt ovenfor i pkt. 3.3.

Som det fremgår af ovenstående, vil der altså være mulighed for at pålægge fonden prospektansvar, såfremt det i sagen kan godtgøres, at fonden har spillet en ikke ubetydelig rolle i prospektudarbejdelsen, og har haft en vis kontrol med udformningen af dette¹¹⁴. Hvis fondens involvering har bestået i at give oplysninger om selskabet til prospektskriverne, og disse oplysninger er urigtige eller misvisende, skal ansvaret bedømmes efter det almindelige ansvarsgrundlag, der er beskrevet ovenfor i pkt. 5.1.1, og således efter en objektiveret culpabedømmelse med udgangspunkt i, om de skrevne regler i prospektforordningen er overholdt, og om prospektet herefter i sin helhed er væsentligt misvisende.

Som tidligere nævnt vil PE-fonde som regel have indsat et medlem af PE-teamet i porteføljeselskabets bestyrelse, jf. oven for i pkt. 3.3. Bestyrelsesmedlemmet vil naturligvis selv kunne ifalde prospektansvar på linje med de øvrige ledelsesmedlemmer, og altså efter uagtsomhedsstandarder i SL § 361. Der kan dog ikke herfra sluttes, at såfremt medlemmet har handlet uagtsomt, vil dette også kunne smitte af på PE-fonden. Hvis det derimod godtgøres, at PE-fonden har udøvet sin uagtsomhed gennem bestyrelsesmedlemmet, eksempelvis ved at give denne ordrer eller pålægge denne at holde oplysninger hemmelige under prospektprocessen, må dette antages at kunne spille ind ved den almindelige uagtsomhedsvurdering af fonden.

Som det også er tilfældet, hvor PE-fonden har spillet en passiv rolle i prospektprocessen, kan der naturligvis også i denne situation pålægges fonden et emissionsansvar for at have igangsat eller undladt at afbryde en emission, som fonden vidste var utilstrækkelig til at redde selskabets økonomiske situation, jf. pkt. 5.1.2.

6.2 Hæftelsesgennembrud

En anden overvejelse vedrørende muligheden for at rejse et krav mod PE-fonden går på, om man kan statuere hæftelsesgennembrud i porteføljeselskabet og på den måde rette kravet mod dettes ejere. Diskussionen er relevant, såfremt det konkluderes, at PE-fonden ikke har et selvstændigt prospektansvar, men hvor porteføljeselskabet dog selv vil kunne holdes erstatningsansvarligt.

Som nævnt er udgangspunktet i SL § 1, stk. 2, at ejerne kun hæfter for selskabets gæld med deres indskud. Dansk ret har endnu ikke eksplicit anerkendt, at der skulle eksistere en regel om hæftelsesgennembrud fra selskab til ejer¹¹⁵, som skulle medføre, at princippet om ejernes begrænsede hæftelse tilsidesættes. I moderniseringsbetænkningen blev det overvejet, hvorvidt der burde indsættes en eksplicit hjemmel til at tilsidesætte den begrænsede hæftelse, men udvalget fandt, at ansvarsbestemmelserne var tilstrækkelige i sammenhold med domstolenes praksisskabte adgang til at tilsidesætte den begrænsede hæftelse ved formuesammenblanding. Udvalget har således her bekræftet, at domstolene i visse tilfælde har mulighed for at tilsidesætte den begrænsede hæftelse uden udtrykkelig lovhjemmel.

I teorien er det diskuteret, hvilke forhold der må kunne medføre et hæftelsesgennembrud¹¹⁶. Ikke alle disse momenter har betydning i forhold til PE-fondes exit ved børsintroduktioner, hvorfor der nedenfor udelukkende vil behandles de momenter, der kan have relevans.

¹¹⁴ Se i den retning også Sandeberg, *Prospektansvaret* (2001), s. 367 vedrørende svensk ret.

¹¹⁵ U 1997.1642 HD statuerede gennembrud mellem to søsterselskabers gæld over for Told & Skat, på grund af den manglende adskillelse af selskabernes økonomi.

¹¹⁶ Se for eksempel Krüger Andersen, *Aktie- og Anpartsselskabsret* (2019), s. 559 ff., og Werlauff i U 2012B.203.

For det første er der til en vis grad støtte i retspraksis til, at domstolene kan statuere hæftelsesgennembrud eller identifikation i de tilfælde, hvor der er sket en sammenblanding af moder- og datterselskabets midler. Dette er som sådan ikke umiddelbart kontroversielt, idet en af forudsætningerne for at kunne anerkende et selskab som selvstændigt må være, at man holder enkelte koncernselskabers formuer adskilte¹¹⁷. Det er diskuteret, om sammenblanding udelukkende er grundlag for identifikation¹¹⁸ eller om det derimod fører til hæftelsesgennembrud¹¹⁹. Uanset om man karakteriserer det som det ene eller det andet, vil det sjældent være relevant i relation til krav mod PE-fonde, idet disse typisk vil have en striks organisation og adskillelse af midler mellem fonden selv og dens porteføljeselskaber, hvilket også fremgår af disses særlige organisation, jf. figur 1.

Endvidere er det anført, at såfremt et koncernforhold består af et datterselskab, der påtager sig alle risiciene på trods af en relativt lav kapitaliseringsgrad, og et moderselskab, der høster alle de økonomiske fordele ved forholdet, kan dette føre til, at man statuerer hæftelsesgennembrud¹²⁰. Synspunktet er som sådant sympatisk, og ville i en situation som denne, hvor PE-fonden netop høster størstedelen af, hvis ikke hele, gevinsten ved børsnoteringen, mens risikoen for selskabets overlevelse naturligvis stadig påhviler selskabet, kunne bidrage til en lettere adgang til at rejse søgsmål mod fonden¹²¹.

Der foreligger endnu ikke praksis om hæftelsesgennembrud i en underkapitaliseringssituation, og Werlauff støtter udelukkende sit synspunkt på, at selskabskonstruktionen i Midtfyn-sagen, U 1997.1642 HD, var organiseret således, at det var det ene selskab der bar alle de økonomiske risici. I sagen lagde Højesteret blandt andet vægt på risikofordelingen som grundlag for hæftelsesgennembruddet. Sagen omhandler som nævnt en situation, hvor der blev statueret hæftelsesgennembrud mellem to søsterselskaber, men man kan naturligvis ikke slutte modsætningsvist herfra og konkludere, at det samme ikke kan lade sig gøre imellem et selskab og dets ejere.

Underkapitaliseringssynspunktet vil således muligvis kunne være grundlag for et hæftelsesgennembrud, idet et af kendetegnene ved børsintroduktion som exit-strategi netop er, at PE-fonden høster gevinsten, mens selskabet bærer risikoen for dets fortsatte overlevelse efter noteringen. Det er svært at forestille sig, at domstolene vil statuere hæftelsesgennembrud, hvis der ikke tillige foreligger en vis sammenblanding af formuerne mellem PE-fonden og porteføljeselskabet¹²². Dette vil som nævnt formentligt sjældent være tilfældet i en private equity-situation. Desuden vil de ovenfor i pkt. 3.4.2 nævnte lock-up-aftaler som regel medføre, at PE-fonden også bærer noget af risikoen efter noteringen, idet de vil være "låst fast" i selskabet i en vis periode efter børsintroduktionen.

Selv hvis der statueres hæftelsesgennembrud fra selskabet til PE-fonden løber man ind i det yderligere problem, at PE-fonden, som kommanditselskab, kun hæfter med dennes og komplementarselskabets formue. De passive investorer i PE-fonden vil udelukkende hæfte for et eventuelt ansvar med deres indskud, og det er nærmest utænkeligt, at man ville kunne statuere yderligere hæftelsesgennembrud mellem PE-fonden og de passive investorer, kommanditisterne.

¹¹⁷ Krüger Andersen, *Aktie- og Anpartsselskabsret* (2019), s. 561.

¹¹⁸ *Ibid.*, s. 531.

¹¹⁹ Schaumburg-Müller, *Kapitalselskaber* (2020), s. 746, og Werlauff i U 2012B.203, s. 210

¹²⁰ Werlauff i U 2012B.203, s. 210, og kritisk hertil Krüger Andersen, *Aktie- og Anpartsselskabsret* (2019), s. 564.

¹²¹ Det er indres, at der i dette tilfælde ikke er tale om en egentlig koncern, idet PE-fonden ikke er et kapitalselskab, jf. definitionen i SL § 5, nr. 20.

¹²² Werlauff i U 2012B.203, s. 210.

Derimod hæfter komplementaren for hele fondens gældsforpligtelser, men typisk vil komplementarselskabet være et aktieselskab, der er oprettet af selve PE-teamet, jf. oven for pkt. 3.2 og figur 1. PE-teamets medlemmer vil således også på denne måde udelukkende hæfte med deres indskud i komplementarselskabet.

Det er tydeligt, at hele konstruktionen omkring PE-fondene har haft til hensigt at skabe flere lag af ansvarsbegrænsninger, og det er da også vanskeligt at forestille sig, at en domstol vil gå så vidt at statuere ansvarsgennembrud i flere led i konstruktionen. På den anden side er hele ideen bag hæftelsesgennembrudstankegangen, at man vil forhindre moderselskaber med en dyb involvering i deres datterselskaber, i at slippe helskindet ud af datterselskabets konkurs¹²³. Det er også anført af Schans Christensen¹²⁴, at hæftelsesgennembruddet netop er relevant, hvor der foreligger misbrug af selskabskonstruktionen, eventuelt ved indsættelse af formelle mellemlid, der blot har til formål at begrænse muligheden for at rejse krav mod de ansvarlige personer. I Frigor-dommen, U 1980.806 V, blev der stueret hæftelsesgennembrud i en situation, hvor der netop var indsat formelle mellemlid i form af selskaber, der skulle forhindre, at medarbejderne fik ret til repræsentation i bestyrelsen for moderselskabet. Frigor-dommen kan ses som et eksempel på domstolens modvilje mod at acceptere en selskabskonstruktion, der indeholder rent formelle mellemlid, der ikke har en reel funktion¹²⁵.

Det ville på denne baggrund forekomme hensigtsmæssigt, hvis domstolene i en hæftelsesgennembrudssituation ville gå skridtet videre og statuere gennembrud fra komplementarselskabet til PE-teamet, idet disse ikke bør kunne ”gemme sig” bag et yderligere lag af hæftelsesbegrænsninger. Dette vil også harmonere med, at det typisk er PE-teamet selv, der har opstillet konstruktionen samt truffet de aktive beslutninger vedrørende porteføljeselskabet og dets exit. Sagt på en kynisk måde forekommer retsstillingen utilfredsstillende, hvis PE-teamet kan udnytte domstolens tilbageholdenhed med at statuere hæftelsesgennembrud ved blot at indsætte yderligere mellemlid for at mindske sandsynligheden for et gennembrud. Denne betragtning gør sig i og for sig også gældende, såfremt det blot er et almindeligt erstatningskrav, der rettes mod PE-fonden, jf. omtalen oven for i pkt. 6.1, men hvor der kan tænkes at være forhold, der kan begrunde et hæftelsesgennembrud fra komplementarselskabet til PE-teamet.

Generelt er der som nævnt tvivl om rækkevidden af et eventuelt hæftelsesgennembrud. Krüger Andersen argumenterer for at løse problemerne ved hjælp af erstatningsbestemmelserne og ledelsespligterne for moderselskabet i selskabsloven i stedet¹²⁶, og er således generelt afvisende over for hæftelsesgennembrud i dansk ret. Hvis en sådan tankegang fulgtes, ville det således kun være muligt at pålægge en PE-fond selvstændigt erstatningsansvar, såfremt betingelserne omtalt ovenfor i pkt. 6.1 er opfyldte. Dette forudsætter, at man kan pålægge PE-fonden at overholde ledelsespligterne i SL §§ 115 og 116, hvilket endnu ikke eksplicit er fastslået i praksis. Her skal det erindres, at idet erstatningsbedømmelsen efter SL § 361 tager udgangspunkt i, hvorvidt normerne i SL §§ 115 og 116 er overholdt, ville bestemmelsen være indholdsløs for så vidt angår moderselskaber og andre aktionærer, såfremt disse ikke skulle overholde pligterne, når de udøver den faktiske ledelse af selskabet. Satair-dommen, der pålægger et moderselskab ansvar efter SL § 361, må således have som forudsætning, at en hovedaktionær skal overholde ledelsespligterne i SL §§ 115 og 116, idet disse er udgangspunktet for erstatningsbedømmelsen af den faktiske leder.

¹²³ Krüger Andersen, *Aktie- og Anpartsselskabsret* (2019), s. 565.

¹²⁴ Schans Christensen, *Kapitalselskaber* (2017), s. 193.

¹²⁵ Schaumburg-Müller, *Kapitalselskaber* (2020) anfører dog på s. 746, at arbejdsretlige forpligtelser indtager en særstilling, og man kan således nødvendigvis ikke overføre betragtningerne fra Frigor-dommen på aktionærers krav i anledning af prospektmangler.

¹²⁶ Krüger Andersen, *Aktie- og Anpartsselskabsret* (2019), s. 565.

Ovenstående illustrerer problemerne forbundet med at statuere hæftelsesgennembrud, herunder især den sparsomme praksis på området. Særligt med baggrund i Midtfnys Festival-dommen kan det dog konkluderes, at det ikke er udelukket i dansk ret at gennembryde den begrænsede hæftelse, men dette må kun kunne ske i særlige tilfælde. Præmisserne i Midtfnys Festival-dommen antyder, at det netop ville være i en situation, hvor en PE-fond høster gevinsten uden at bære risikoen, at det ville kunne være relevant at statuere hæftelsesgennembrud på grund af den særlige selskabskonstruktion. Domstolene har dog fortsat vist deres modvilje mod at benytte hæftelsesgennembrud i situationer, hvor erstatningsreglerne forekommer mere oplagte, se f.eks. U 2018.1487 HD, hvori Højesteret helt undlod at tage stilling til anbringendet om hæftelsesgennembrud, og i stedet afgjorde sagen efter erstatningsretten, hvilket på ny understreger domstolenes fortsatte modvilje mod at anvende hæftelsesgennembrud som løsning på problemer, der opstår som følge af et moderselskabs faktiske ledelse af datterselskabet¹²⁷. Krügers løsning lader hermed til at være den, der i praksis følges af domstolene.

6.3 Køberetligt perspektiv på PE-fondens salg af aktier

Den sidste vinkel, der skal anlægges på spørgsmålet om, hvorvidt man kan rette et krav mod PE-fonden i anledning af børsintroduktionen, omhandler spørgsmålet om, hvorvidt man ud fra en køberetlig synsvinkel kan kræve erstatning af PE-fonden, idet der består et køber-sælger forhold mellem fonden og aktionæren, der har købt aktier ved børsnoteringen. Herved bevæges diskussionen væk fra det traditionelle prospektansvar og over i en vurdering af, om PE-fonden som aktionær sælger en mangelfuld genstand, nemlig de enkelte aktier, der noteres.

Den første dom i OW Bunker-sagskomplekset, U 2019.962 Ø, der tillader foreningen for aktionærer at anlægge et gruppesøgsmål imod OW Bunker-koncernen i anledning af dennes kollaps kort efter en børsintroduktion, lægger op til, at kravene mod kapitalfonden i sagen blandt andet kunne procederes på et køberetligt grundlag, idet retten finder, at en bedømmelse af disse krav ikke egnede sig til gruppesøgsmålsformen. Det køberetlige ansvar forudsætter en subjektiv bedømmelse af hver enkelt købsituation, hvilket ikke kan lade sig gøre ved et gruppesøgsmål. Dette vil i praksis gøre det mindre attraktivt at forsøge at komme igennem med et køberetligt krav mod PE-fonden, da prospektansvarssager i fremtiden i overvejende grad må antages at blive anlagt som gruppesøgsmål på grund af de procesøkonomiske fordele herved.

Før det eventuelle køberetlige ansvar kan undersøges, er det nødvendigt at fastslå, hvorvidt købeloven (KBL) overhovedet finder anvendelse på køb og salg af aktier. Efter KBL § 1 a, stk. 1, finder loven anvendelse på køb og salg af løsøre. Det fremgår imidlertid blandt andet af KBL § 19, at loven også, med visse modifikationer, finder anvendelse på køb og salg af aktier¹²⁸. Det er uden betydning, hvorvidt aktien foreligger som et fysisk ejerbevis, eller om det blot er noteret i en værdipapircentral¹²⁹, hvilket for en praktisk betragtning vil være tilfældet for børsnoterede aktier.

6.3.1 Købelovens mangelsbegreb

Der er altså ikke tvivl om, at KBL generelt finder anvendelse på køb og salg af aktier. Problemet opstår med hensyn til, hvilke modifikationer der herefter er nødvendige, før man kan an-

¹²⁷ Gitte Søgaard i U 2019B.327, s. 329.

¹²⁸ Hedegaard Kristensen, *Køberet* (2017), s. 28 og Gomard, *Moderne Erstatningsret* (2002), s. 56.

¹²⁹ Theilgaard, *Købeloven med kommentarer* (2017), s. 281.

vende bestemmelserne heri på en investors køb af børsnoterede aktier i forbindelse med udbuddet. Særligt er det i relation til erstatningsspørgsmålet, der er en misligholdelsesbeføjelse, relevant at undersøge, hvorledes det afgøres, om en aktie er mangelfuld.

Typisk vil en investors køb af aktier i forbindelse med en børsintroduktion udgøre et køb af en minoritetspost, hvorfor man ikke som sådan kan siges at købe "virksomheden". Spørgsmålet er så, om man ved køb af en minoritetsaktiepost kan kræve erstatning på grund af mangler ved den underliggende substans, her forstået den underliggende virksomhed. Werlauff¹³⁰ argumenterer for, at man ved køb af en minoritetsaktie i stedet for købelovens mangelsbegreb må anvende gældslovens (GBLs) § 10 analogt¹³¹, hvorefter overdrageren ikke hæfter for skyldnerens betalingsevne. Overført på aktiekøb vil dette medføre, at overdrageren, som i dette tilfælde er PE-fonden, kun hæfter over for de enkelte aktiekøbere, såfremt der foreligger retlige mangler ved aktierne, jf. GBL § 9, hvilket sjældent vil være tilfældet. De hæfter på den anden side ikke for "skyldnerens vederhæftighed", hvilket må forstås som porteføljeselskabets betalingssevne, jf. GBL § 10.

Anvendelsen af GBL § 10 medfører, at sælgeren herefter kun kan afkræves erstatning, såfremt han har handlet svigagtigt eller ikke opfylder sin oplysningspligt¹³². Herved bevæger vurderingen sig hen imod den almindelige prospekt- og emissionsansvarsvurdering, og GBL § 10 giver derfor ikke aktionærerne nye muligheder for at rejse et erstatningskrav mod PE-fonden.

Reglerne i GBL gælder ved siden af KBL's regler, og anvendelsen af det ene regelsæt udelukker derved ikke anvendelsen af det andet¹³³. Mens GBL § 10 omhandler spørgsmålet om sælgers ansvar ved salg af en fordring, finder KBL's øvrige misligholdelsesbeføjelser anvendelse ved siden af denne, med de modifikationer, der måtte være nødvendige¹³⁴.

Det kan herefter ikke blot uden videre afvises, at KBL finder anvendelse på køb og salg af minoritetsaktieposter. Det altoverhængende spørgsmål er, hvorvidt mangelsbedømmelsen skal rette sig mod selve det købte (aktien) eller det underliggende selskab. Werlauff argumenterer for, at mangler ved selskabet kun kan afspejle en mangel i aktierne, såfremt der er købt en majoritetspost¹³⁵. Dette må omvendt medføre, at en køberetlig vurdering af et køb af en minoritetspost må baseres på selve den købte aktie og ikke på den underliggende virksomhed, hvorefter der ifølge Werlauff reelt udelukkende kan blive tale om retlige mangler ved aktien¹³⁶. Omvendt kan der argumenteres for, at en sælger af en virksomhed ikke bør bedømmes mildere i den situation, hvor der er en flæthed af købere i stedet for blot en enkelt¹³⁷. Disse købere har vel for så vidt samme interesse i, at beskrivelsen af de købte aktier stemmer overens med virkeligheden, og vil i samme grad blive skuffet, såfremt det viser sig, at dette ikke er tilfældet.

Der kan også anlægges en mere subjektivt præget tilgang til spørgsmålet, hvorefter det afgørende bliver, om aktiekøberen har haft til formål at købe en del af virksomheden, eller om

¹³⁰ Werlauff, *Selskabsret* (2019), s. 216

¹³¹ GBL finder i sin helhed hverken direkte eller analog anvendelse på aktier, idet disse ikke er fordringer i traditionel forstand, hvorfor de ikke er omfattet af den direkte analogi, man drager mellem simple gældsbreve og simple fordringer, jf. Lyng Andersen, *Gældsloven med kommentarer* (2017), s. 173 f. Dog er det antaget, at visse enkelte bestemmelser, herunder GBL § 27, finder analog anvendelse i visse tilfælde, jf. Krüger Andersen, *Aktie- og Anpartsselskabsret* (2019), s. 217.

¹³² Lyng Andersen, *Gældsloven med kommentarer* (2017), s. 70.

¹³³ Lookofsky, *Dansk indenlandsk købsret* (2020), s. 51.

¹³⁴ Lyng Andersen, *Gældsloven med kommentarer* (2017), s. 69.

¹³⁵ Werlauff, *Selskabsret* (2019), s. 216.

¹³⁶ Werlauff, *Børs- og Kapitalmarkedsret* (2019), s. 451, hvori han udtaler, at dette er opfattelsen efter "hidtidig teori".

¹³⁷ Se i denne retning også Pedersen, *Prospektansvaret i dansk ret* (2016), s. 91.

denne blot har betragtet det som et køb af værdipapirer, der skal give finansielt afkast for køber¹³⁸. Ved minoritetsaktionærers køb af børsnoterede aktier forekommer det nærliggende at formode, at køber ikke har haft til hensigt at købe en driftsaktiv virksomhed, men derimod blot har ønsket at forrente sin kapital. Dette er dog ikke slået fast i praksis, men vil i sig selv være et argument for, at aktierne må bedømmes som værdipapirer. Køb af værdipapirer er dog også omfattet af købelovens regler, jf. KBL § 19 forudsætningsvist, og som nævnt ovenfor udelukker anvendelsen af GBL's regler ikke, at man anvender KBL's regler¹³⁹. Desuden kan det nævnes, at det i 1991 overvejedes¹⁴⁰, om der skulle indføres en særlig bestemmelse i lovgivningen, der skulle regulere erstatningsspørgsmålet mellem køber og sælger af børsnoterede værdipapirer i anledning af insiderhandel, men at Børsudvalget fandt, at spørgsmålet allerede var reguleret af købelovens regler om erstatning.

På baggrund af ovenstående må det konkluderes, at mangelsbedømmelsen ved køb af en minoritetspost må tage udgangspunkt i en vurdering af selve den købte aktie. Omvendt betyder dette ikke i sig selv, at prospektets oplysninger om den underliggende virksomhed ikke kan have betydning for vurderingen af aktiens overensstemmelse med det aftalte – med andre ord, om den købte aktie er mangelfuld.

En genstand er mangelfuld, såfremt den ikke svarer til den betegnelse, hvorunder den er solgt, jf. forudsætningsvist KBL § 76, stk. 1, nr. 1. Prospektet udgør den relevante baggrund for købers valg af investering i den pågældende aktie, idet den både indeholder en detaljeret beskrivelse af selskabet, men derudover også indeholder alle relevante oplysninger om de udbudte værdipapirer i værdipapirnoten, jf. PF art. 6, stk. 3. Manglerne i prospektet vil dog sjældent direkte relatere sig til værdipapirnoten, men derimod til selve registreringsdokumentet med oplysningerne om virksomheden. Idet prospektet netop er et samlet dokument, der skal læses i sin helhed, ville det være formalistisk at argumentere for, at mangler i prospektet udelukkende vil kunne udgøre mangler ved aktien, såfremt de kommer til udtryk i værdipapirnoten. Desuden vil prospektet som nævnt være så tæt knyttet til de udbudte værdipapirer, især ved en børsintroduktion af selskabet, at det må anses som en detaljeret beskrivelse af det, man som investor kan købe ved børsintroduktionen. Herefter vil afvigelser fra det i prospektet beskrevne kunne udgøre en mangel ved salgsgenstanden, jf. princippet i KBL § 76, stk. 1, nr. 1.

Relevante mangler ved aktierne vil herefter kunne tænkes at foreligge, såfremt der ligefrem er udeladt eller afgivet urigtige oplysninger i prospektet. En oplysning i prospektet om, at virksomhedens lån er uopsigelige ville således udgøre en mangel ved aktien, såfremt der i aftalerne var indsat MAC-, change-of-control- eller lignende klausuler.

Spørgsmålet er herefter, om der kan siges at gælde en bagatelgrænse for, hvornår uoverensstemmelser mellem prospektet og den købte aktie kan udgøre en køberetlig mangel, der udløser misligholdelsesbeføjelser for køberen. Som udgangspunkt udløses misligholdelsesbeføjelser også af uvæsentlige mangler, dog således, at købet kun kan hæves, såfremt der foreligger en væsentlig mangel, jf. KBL § 42, stk. 2. Højesterets bedømmelse af, om et prospekt er retvisende, tager som tidligere beskrevet udgangspunkt i en helhedsbedømmelse af prospektet, således at enkelte misvisende oplysninger ikke i sig selv bevirker, at prospektet er misvisende. Det forekommer nærliggende, at Højesteret vil anlægge samme vurdering ved bedømmelsen af, om prospektet i køberetlig henseende er mangelfuldt, således at mindre uoverensstemmelser i prospektet ikke i sig selv bevirker, at prospektet, og derved den købte aktie, er mangelfuldt.

¹³⁸ Hansen, *Køb og salg af virksomheder* (2019), s. 282.

¹³⁹ Bryde Andersen, *Enkelte transaktioner* (2016), s. 97, anfører også, at det må være rigtigst at behandle et aktiekøb efter KBL's regler og ikke efter GBL.

¹⁴⁰ Betænkning nr. 1216/1991, s. 73.

En anden mulighed er, at domstolene vil statuere, at det købte er mangelfuldt, men at manglen ligger under bagatelgrænsen for, hvornår der eksempelvis gives forholdsmæssigt afslag.

Det forekommer mest sandsynligt, at domstolene også i denne mangelsbedømmelse vil foretage en helhedsvurdering af prospektet, idet dette både ville være i overensstemmelse med Højesterets praksis vedrørende prospektansvaret, og samtidig med tankegangen bag PF art. 6, hvorefter prospektet skal læses sammenhængende. Herefter vil mindre afvigelser eller uoverensstemmelser mellem prospektet og den købte aktie ikke nødvendigvis bevirke, at aktien er mangelfuld. Herudover vil der så skulle foretages en væsentlighedsbedømmelse, såfremt køberen af aktien ønsker at hæve købet, jf. nedenfor i pkt. 6.3.3

Den ovenstående mangelsbedømmelse tager udgangspunkt i en vurdering af, hvorvidt de solgte aktier stemmer overens med det i aftalen beskrevne. En anden relevant vinkel på mangelsbedømmelsen vil være, om sælgeren har iagttaget sin loyale oplysningspligt, idet en manglende iagttagelse af denne kan udgøre en mangel ved det solgte¹⁴¹.

6.3.2 Sælgers loyale oplysningspligt

Sælger har en pligt til at oplyse om forhold ved den solgte ydelse, som må antages at være af betydning for medkontrahenten, jf. eksPLICIT KBL § 76, stk. 1, nr. 3, for så vidt angår forbruger køb¹⁴². Denne pligt er knyttet til sælgeren af genstanden, hvilket vil sige, at det er en pligt, der påhviler selve PE-fonden. Tilsidesættelse af den loyale oplysningspligt bevirker, at salgsgenstanden er mangelfuld, og det udløser derfor misligholdelsesbeføjelser, også uden at sælgeren nødvendigvis har handlet culpøst ved tilsidesættelsen¹⁴³.

Oplysningspligten skal ses som modsvaret til køberens undersøgelsespligt, som er lovfæstet i KBL § 47, den såkaldte caveat emptor-regel. At køberen ikke har iagttaget sin undersøgelsespligt, fritager dog ikke sælgeren for skyld, såfremt forholdet, som køberen ikke havde opdaget, burde have været oplyst af sælgeren, jf. U 2004.1784 HD, hvor en køber af en virksomhed ikke havde foretaget due diligence, men hvor sælgeren alligevel burde have oplyst om de pågældende forhold. Tilsidesættelsen udgjorde en mangel og bevirkede, at køber kunne hæve købet af virksomheden.

Oplysningspligten omfatter ikke blot forhold, som sælgeren rent faktisk har kendskab til, men derimod også forhold, som sælgeren bør kende til. Der kan argumenteres for, at oplysningspligtens burde-videns-krav må bedømmes strengere end sædvanligvis i relation til en PE-fonds salg af aktier ved en børsintroduktion, idet sælgeren her som regel vil være enejer af virksomheden og derved have indgående kendskab til virksomhedens forhold. Såfremt der er forhold, som sælgeren er bevidst om, og som ikke er oplyst i prospektet, kan dette derfor i sig selv udgøre en mangel ved prospektet, også selvom det ikke kan tillægges sælgeren som uagtsomt, at det ikke er oplyst. Dette vil nok nærmere være det teoretiske udgangspunkt, idet det er svært at forestille sig en sælger, der tilsidesætter den loyale oplysningspligt uden derved at kunne siges at have handlet uagtsomt¹⁴⁴.

Det er værd at bemærke, at den loyale oplysningspligt påhviler PE-fonden, og ikke porteføljeselskabet selv, idet det er PE-fonden, der er sælger af aktierne. Såfremt fonden besidder oplysninger, der ikke er medtaget i prospektet eller på andre måder er kommunikeret til de potentielle

¹⁴¹ Hedegaard Kristensen, *Køberet* (2017), s. 118.

¹⁴² Iversen, *Obligationsret 1. del* (2019), s. 287.

¹⁴³ *Ibid.*, s. 288.

¹⁴⁴ Hedegaard Kristensen, *Køberet* (2017), s. 138. Der kan dog tænkes situationer, hvor fonden svæver i en vildfarelse om, hvilke oplysninger, der er medtaget i prospektet.

købere, vil tilsidesættelsen af denne pligt herefter kunne begrunde et krav direkte mod sælgeren. Der er altså ikke, som ved det almindelige prospektansvarskrav, tale om et krav mod PE-fonden, som er baseret på prospektskrivernes handlinger, men derimod på fondens egne handlinger og burde-viden.

Det må blandt andet på baggrund af U 2019.962 Ø om OW Bunker-gruppesøgsmålet antages, at køberetlige spørgsmål i disse sagstyper i høj grad vil blive procederet på spørgsmålet om, hvorvidt sælgers loyale oplysningspligt er iagttaget, idet spørgsmålet netop ikke blev tilladt anlagt som gruppesøgsmål, da det ville indebære en subjektiv stillingtagen i hver enkelt sag. Den subjektive stillingtagen kunne meget vel tænkes at dreje sig om, hvorvidt sælgeren har fortiet forhold, som den måtte antage, at køber ville være interesseret i at være bekendt med.

Såfremt det på baggrund af en tilsidesættelse af den loyale oplysningspligt eller en uoverensstemmelse mellem prospektets indhold og den underliggende virksomhed konstateres, at der foreligger en mangel ved det købte, skal det herefter undersøges, hvilke beføjelser dette udløser for køberen.

6.3.3 Misligholdelsesbeføjelser

Købet af en aktiepost anses traditionelt som et specieskøb, idet der ikke er to virksomheder, der er ens¹⁴⁵. Det kan måske diskuteres, hvorvidt et køb af en minoritetspost i stedet bør kategoriseres som halvgenerisk, jf. KBL § 3, idet sælger har valgfrihed med hensyn til, hvilke aktier i den konkrete virksomhed, han kan opfylde kontrakten med, men i relation til mangelsbedømmelsen må denne foretages ud fra speciesbetragtninger i forhold til den underliggende virksomhed.

Såfremt der foreligger en mangel ved aktien, kan aktionæren herefter anvende misligholdelsesbeføjelserne i KBL § 42, herunder især retten til at kræve forholdsmæssigt afslag, hæve købet samt kræve erstatning. Særligt vedrørende hævebeføjelsen er det en betingelse, at manglen ved aktien er væsentlig.

Et køberetligt erstatningsansvar vil her være i kontrakt, og ifølge KBL § 42, stk. 2, er PE-fonden ansvarlig, såfremt den har handlet culpøst. Her vil udgangspunktet for bedømmelsen være, om den loyale oplysningspligt er iagttaget, og om der er handlet svigagtigt af PE-fonden. Såfremt dette er tilfældet, og såfremt betingelserne om årsagsforbindelse, adækvans og tab er opfyldt, jf. ovenfor pkt. 5.2, vil der kunne kræves erstatning af PE-fonden.

Herudover vil købet kunne hæves, såfremt manglen er væsentlig. Hvis det antages, at den almindelige mangelsvurdering i en køberetlig sammenhæng vil følge den retning, Højesteret har anlagt ved Hafnia-sagen, og altså basere sig på en helhedsvurdering af prospektet, må der kræves noget yderligere, før manglen kan anses for så væsentlig, at den er hævebegrundende. Der skal således være tale om forhold, der for den enkelte køber er af væsentlig betydning, før der kan hæves over for PE-fonden. Det må antages, at dette vil være en svær bevisbyrde at løfte.

Køber vil kunne kræve forholdsmæssigt afslag i det omfang den mangelfulde akties værdi afviger fra en potentielt mangelsfri akties værdi¹⁴⁶. I praksis vil aktiens værdi uden mangel kunne fastsættes til den aftalte købspris, men det forekommer nærmest umuligt at fastsætte aktiens værdi med manglen, da det ikke kan godtgøres, hvilken pris aktien ville kunne afsættes til ved

¹⁴⁵ Hansen, *Køb og salg af virksomheder* (2019), s. 288.

¹⁴⁶ Lookofsky, *Dansk indenlandsk køberet* (2020), s. 187.

børsintroduktionen, såfremt prospektet havde været retvisende. Af denne grund er det sandsynligt, at domstolene vil fastsætte det forholdsmæssige afslag skønsmæssigt.

Fordelen ved at kræve forholdsmæssigt afslag vil herefter være, at det ikke skal godtgøres, at PE-fonden har handlet culpøst. Derudover skal det heller ikke godtgøres, at manglen som sådan er væsentlig, da dette kun er et krav, såfremt køberen ønsker at hæve købet. Ulempen ved at kræve forholdsmæssigt afslag er heroverfor, at domstolenes skønsmæssigt udmålte forholdsmæssige afslag sjældent vil svare til det tab, køberen rent faktisk har lidt ved transaktionen.

Herefter kan det konkluderes, at de mest relevante misligholdelsesbeføjelser vil være adgangen til at kræve erstatning som følge af sælgerens tilsidesættelse af den loyale oplysningspligt, samt muligheden for at kræve forholdsmæssigt afslag.

Det skal understreges, at ovenstående ikke er behandlet i praksis, hvorfor det ikke med sikkerhed kan vides, hvordan domstolene vil foretage en mangelsbedømmelse af en købt minoritetsaktiepost.

7 Konklusion

Afhandlingen har forsøgt at afklare betingelserne for at pålægge en PE-fond erstatningsansvar i forbindelse med en børsintroduktion af et porteføljeselskab. Betingelserne for at pålægge fonden et prospektansvar er først og fremmest det grundlæggende erstatningsretlige krav om, at der skal være handlet culpøst fra fondens side. Ved denne vurdering følger domstolene den linje, de fremlagde i Hafnia-sagen og senest bekræftede i Amagerbank-sagen, hvorefter prospektet er mangelfuldt, såfremt de enkelte mangler i prospektet samlet set er af væsentlig betydning for bedømmelsen af selskabet. Herefter er det ikke tilstrækkeligt, at prospektet blot på enkelte punkter ikke lever op til kravene i PF; de enkelte mangler skal til sammen være af væsentlig betydning, før prospektet er ansvarspådragende.

Herudover er det et krav, at der er årsagssammenhæng mellem prospektets mangler og investorerens tab. I denne vurdering spiller den økonomiske teori om det effektive kapitalmarked en central rolle, idet der kan opstilles en formodning for, at den information, der er tilgængelig for markedet, vil afspejle sig i kursen på de udbudte aktier.

Når det er fastslået, at prospektet er mangelfuldt, samt at der er årsagssammenhæng mellem investorerens tab og prospektets mangler, er det nødvendigt at undersøge fondens involvering i prospektprocessen, før denne kan siges at have handlet culpøst. Såfremt fonden har ageret faktisk ledelse, og altså har deltaget direkte i prospektskrivningsprocessen, vil dennes agtsomhed blive bedømt efter SL § 361 om ledelsens ansvar. Såfremt fonden ikke har deltaget i prospektskrivningsprocessen, vil denne i stedet blive bedømt efter SL § 362 om kapitalejeransvar, hvor der sandsynligvis ikke vil blive statueret ansvar, idet der hertil kræves, at fonden har handlet groft uagtsomt – hvilket den i sagens natur typisk ikke vil have, såfremt den ikke har deltaget i prospektskrivningen. I denne situation vil det dog være relevant at overveje, om PE-fonden bør ifalde et emissionsansvar, da denne, på trods af dens manglende involvering i prospektskrivningen, typisk vil være den, der har truffet beslutningen om børsnotering i første omgang, hvorfor der kan pålægges fonden en pligt til at stoppe emissionen, såfremt det står klart at den potentielle likviditetstilførsel ikke vil være tilstrækkelig til at redde porteføljeselskabet.

Såfremt det ikke er muligt at pålægge fonden hverken et prospektansvar eller et emissionsansvar, vil det være relevant at overveje, om fonden i sidste ende kan holdes ansvarlig alligevel.

Hvis porteføljeselskabet og dets ledelse har pådraget sig et prospektansvar, vil det være relevant at overveje, hvorvidt der kan statueres hæftelsesgennembrud mellem selskabet og PE-fonden. Hæftelsesgennembrud er ikke et hyppigt anvendt institut i dansk ret, men der er dog set eksempler fra retspraksis på, at man har statueret gennembrud mellem to søsterselskaber med begrænset hæftelse. Her løber man som investor ind i det problem, at den tilsyneladende klareste betingelse for gennembrud er, at der er en grad af sammenblanding mellem PE-fondens og porteføljeselskabets formuer. Dette vil i kraft af PE-fondens organisationsstruktur sjældent være tilfældet, men der er dog også andre forhold, der kan tjene som grundlag for hæftelsesgennembrud. Især vil underkapitaliseringssynspunktet forekomme relevant i denne situation, hvor porteføljeselskabet bærer samtlige økonomiske risici, mens PE-fonden høster gevinsterne ved børsnoteringen. Det må anerkendes, at dette nok nærmere er udtryk for en retspolitisk tankegang, idet der hidtil ikke er statueret hæftelsesgennembrud udelukkende på grundlag af en underkapitaliseringstankegang, selvom det har været inddraget som et moment i enkelte sager, jf. blandt andet Højesteret i U 1997.1642 HD.

Slutteligt er det undersøgt, om der i stedet kan anlægges et køberetligt perspektiv på børsnoteringen, hvor PE-fonden bedømmes som sælger, og investor som køber, af aktierne i porteføljeselskabet. Området for køberetlige mangler ved aktier er nærmest ubehandlet i dansk retspraksis, så spørgsmålet er i vidt omfang søgt behandlet ved analyse af teori og praksis fra tilgrænsende områder. Konklusionen må dog blive, at aktier er omfattet af købeloven, uanset om der købes en minoritetspost eller en majoritetspost, og at en mangel ved aktien kan være baseret på en manglende overensstemmelse med beskrivelsen af det købte, hvorved prospektet kan inddrages som en beskrivelse af købsgenstanden, jf. princippet i KBL § 76, stk. 1, nr. 1. Såfremt aktierne bedømmes som mangelfulde, vil dette udløse misligholdelsesbeføjelserne i købeloven, hvorefter der kan kræves henholdsvis erstatning eller forholdsmæssigt afslag, mens købet i alvorligere tilfælde vil kunne hæves i sin helhed.

Alt i alt er der rige muligheder for at pålægge en PE-fond prospektansvar, såfremt det viser sig, at prospektet er mangelfuldt. Dette stemmer overens med den tilgang, der er taget i USA, mens det i øvrigt kan anses for en hensigtsmæssig måde at beskytte investorerne på, idet de herved har større sikkerhed for, at de i tilfælde af ansvarspådragende mangler i prospektet kan rette deres krav mod endnu en aktør, der typisk vil have de økonomiske evner til at honorere erstatningskravene. Desuden kan en sådan adgang også tænkes at have præventiv funktion, idet PE-fonden i højere grad incentiveres til at overveje dens potentielle prospektansvar.

Markedet for private equity er stadig i vækst, mens emnet som juridisk retsområde endnu kun er sparsomt behandlet i litteraturen. FAIF-loven indikerede en øget regulering af fondenes ageren, men det er endnu nødvendigt at klargøre en række af de forhold, der adskiller fondene fra typiske ejere af selskaber.

8 Litteraturliste

Bøger:

Anvendt forkortelse:

Blume, *Retssystemet* (2020)

Fulde angivelse:

Peter Blume, *Retssystemet og juridisk metode*, 4. udgave, Djøf Forlag, 2020.

Bryde Andersen, *Enkelte transaktioner* (2016)

Mads Bryde Andersen, *Enkelte transaktioner*, 3. udgave, Gjellerup, 2016.

Fode, *Valg af selskabsform* (2016)

Carsten Fode og Noe Munck, *Valg af Selskabsform & omstrukturering af selskaber*, 4. udgave, Karnov Group, 2016.

Gomard, *Moderne Erstatningsret* (2002)

Bernhard Gomard, *Moderne Erstatningsret*, 1. udgave, Djøf Forlag, 2002.

Gompers, *The Venture Capital Cycle* (2004)

Paul Gompers & Josh Lerner, *The Venture Capital Cycle*, 2nd Ed., MIT Press, 2004.

Hansen, *Køb og salg af virksomheder* (2019)

Johannus Egholm Hansen, m.fl., *Køb og salg af virksomheder*, 6. udgave, Djøf Forlag, 2019.

Hedegaard Kristensen, *Køberet* (2017)

Lars Hedegaard Kristensen m.fl., *Lærebog i dansk og international køberet*, 5. udgave, Djøf Forlag, 2017.

Isager, *Erstatningsret* (2019)

Bo von Eyben og Helle Isager, *Lærebog i erstatningsret*, 9. udgave, Djøf Forlag, 2019.

Iversen, *Obligationsret 1. del* (2019)

Torsten Iversen, *Obligationsret 1. del*, 6. udgave, Djøf Forlag, 2019.

Krüger Andersen, *Aktie- og Anpartsselskabsret* (2019)

Paul Krüger Andersen, *Aktie- og Anpartsselskabsret*, 14. udgave, Djøf Forlag, 2019.

- Krüger Andersen, *Børsretten* (2019) Paul Krüger Andersen, Nis Jul Clausen og Jesper Lau Hansen, *Børsretten*, 6. udgave, Djøf Forlag, 2019.
- Krüger Andersen, *Private Equity* (2013) Tomas Krüger Andersen, *Private Equity – Transaktioner, aftaler og regulering*, 1. udgave, Djøf Forlag, 2013.
- Kure, *Finansieringsret* (2018) Henrik Kure, *Finansieringsret*, 2. udgave, Karnov Group, 2018.
- Lau Hansen, *Kapitalmarkedsloven* (2020) Jesper Lau Hansen, *Kapitalmarkedsloven med kommentarer*, 2. udgave, Djøf Forlag, 2020.
- Lookofsky, *Dansk indenlandsk købsret* (2020) Joseph Lookofsky og Vibe Ulfbeck, *Køb – dansk indenlandsk købsret*, 5. udgave, Djøf Forlag, 2020.
- Lynge Andersen, *Aftaler og mellemænd* (2017) Lennart Lynge Andersen og Palle Bo Madsen, *Aftaler og mellemænd*, 7. udgave, Karnov Group, 2017.
- Lynge Andersen, *Gældsloven med kommentarer* (2017) Lennart Lynge Andersen og Niels Ørgaard, *Gældsloven med kommentarer*, 3. udgave, Karnov Group, 2017.
- Pedersen, *Prospektansvaret i dansk ret* (2016) Thomas Christian Pedersen og Christian Morsø Windberg, *Prospektansvaret i dansk ret*, 1. udgave, Werlauff§Jura, 2016.
- Pedersen, *Skatteretten 2* (2019) Jan Pedersen, m.fl., *Skatteretten 2*, 8. udgave, Karnov Group, 2019.
- Philip Schmidt, *Prospektretten* (2016) Mikael Philip Schmidt, *Prospektretten*, 1. udgave, Karnov Group, 2016.
- Sandeberg, *Prospektansvaret* (2001) Catarina af Sandeberg, *Prospektansvaret*, 1. udgave, Iustus, 2001.

- Schans Christensen, *Kapitalselskaber* (2017) Jan Schans Christensen, *Kapitalselskaber*, 5. udgave, Karnov Group, 2017.
- Schaumburg-Müller, *Kapitalselskaber* (2020) Peer Schaumburg-Müller, *Kapitalselskaber*, 9. udgave, Djøf Forlag, 2020.
- Spliid, *Kapitalfonde* (2019) Robert Spliid, *Kapitalfonde – rå pengemagt eller aktivt ejerskab?*, 2. udgave, Akademisk Forlag, 2019.
- Theilgaard, *Købeloven med kommentarer* (2017) Søren Theilgaard, m.fl., *Købeloven med kommentarer*, 4. udgave, Karnov Group, 2017.
- Werlauff, *Børs- og Kapitalmarkedsret* (2019) Erik Werlauff og Peer Schaumburg-Müller, *Børs- og Kapitalmarkedsret*, 6. udgave, Djøf Forlag, 2019.
- Werlauff, *Selskabsret* (2019) Erik Werlauff, *Selskabsret*, 11. udgave, Karnov Group, 2019.

Artikler:

- Berlingske, "Fondsbørsen byder ny "folkeaktie" velkommen", 2014, <https://www.berlingske.dk/aktier/fondsboersen-byder-ny-folkeaktie-velkommen> tilgået 22/02/2021.
- Fama, Eugene F., "Efficient Capital Markets: A review of theory and empirical work", *The Journal of Finance*, 1970, Vol. 25, no. 2, s. 383.
- Fischel, Daniel R., "Efficient Capital Markets, the crash, and the fraud on the market theory", *Cornell Law Review*, 1988-1989, vol. 75, no. 5, s. 907.
- Fischer-Appelt, Dorothee, "Reforming EU securities laws: the new EU Prospectus Regulation", 2017, *Journal of Investment Compliance*, Vol. 18, No. 4, s. 53-58.
- Invest Europe, "Private Equity at Work – Employment & Job creation across Europe", 2021, <https://www.investeurope.eu/research/private-equity-at-work-2/>, senest tilgået 27/05/2021.
- Larsen, Knuth, "Selvfinansiering i private equity-backed leveraged buyouts", *Speciale* 2019, Aarhus Universitet, Rettid 2019/26.
- Moalem, Dan, "Venture Capital selskaber – samspil mellem jura og økonomi" i *Juridiske Emner ved Syddansk Universitet* 2001, Djøf Forlag.

Moalem, David, m.fl., ”Om prospektansvaret i dansk ret – efter Højesterets dom i bankTrelleborg-sagen”, ET 2013, s. 153.

Schaumburg-Müller, Peer, ”Anmeldelse af Mikael Philip Schmidt: ”Prospektretten””, ET 2016, s. 249.

Schmidt, Mikael Philip, m.fl., ”Den nye prospektforordning – en gennemgribende revision af reglerne for prospekter”, R&R 2017.11.66 – onlineudgaven.

Søgaard, Gitte, ”Koncerninteressens legitimitet”, UfR 2019 B, s. 327.

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

Werlauff, Erik og Schaumburg-Müller, Peer, ”Efter Trelleborg – om emittentselskabets eget prospektansvar”, UfR 2013 B, s. 198.

Werlauff, Erik, ”Medhæftende majoritetsejer”, UfR 2012 B, s. 203.

Love og andre retsforskrifter

Lovbekendtgørelser:

Kaldenavn:	Fuld betegnelse:
FAIF-loven	Lovbekendtgørelse nr. 1047/2019
Kapitalmarkedsloven	Lovbekendtgørelse nr. 1767/2020
Selskabsloven	Lovbekendtgørelse nr. 763/2019
Købeloven	Lovbekendtgørelse nr. 140/2014
Gældsbrevsloven	Lovbekendtgørelse nr. 333/2014
Værdipapirhandelsloven	Lovbekendtgørelse nr. 251/2017

Bekendtgørelser:

Prospektbekendtgørelsen	Bekendtgørelse nr. 1170 af 25. september 2018
-------------------------	---

EU-retsfor skrifter:

Prospektforordningen	Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2017/1129 af 14. juni 2017
De delegerede forordninger	COM(EU) 2019/979 og COM(EU) 2019/980
Prospektdirektivet	Europa-Parlamentets og Rådets Direktiv 2003/71/EF

Branchestandarder:

Invest Europe Handbook of Professional Standards, 2018 - <https://www.investeurope.eu/industry-standards/professional-standards/> - tilgået senest den 27/05/2021.

Amerikanske love:

Securities Act of 1933	Securities Act of 1933, Pub. L. 73-22
------------------------	---------------------------------------

Forarbejder

Lovforslag:

Kapitalmarkedsløven	Lovforslag nr. 155 af 15. marts 2017
---------------------	--------------------------------------

Betænkninger:

Moderniseringsbetænkningen	Betænkning nr. 1498/2008
Betænkning om insiderhandel	Betænkning nr. 1216/1991

Domme

Danske domme:

U 1980.806 V

U 1997.364 HD

U 1997.1642 HD

U 2002.2067 HD

U 2004.1784 HD

U 2013.1107 HD

U 2018.1487 HD

U 2019.1907 HD

U 2019.962 Ø

U 2021.139 HD

BS-48592/2018-ROS

Amerikanske domme:

Basic Inc. v. Levinson, 108 S. Ct. 978 (1988)