

Sikringsakten ved pantsætning af kapitalandele



Advokat
Henrik Kure
Gorriksen Federspiel

I artiklen redegøres for sikringsakterne ved pantsætning af kapitalandele, der ikke er udstedt gennem en værdipapircentral. I den forbindelse vurderes et særligt fortolkningsspørgsmål, som er opstået i den nye selskabslov. Der afsluttes med konklusioner om retstilstanden og med nogle generelle bemærkninger *de lege ferenda*.

1. Indledning

Selv om kapitalandele (aktier og anparter) er hyppigt anvendte pantsætningsobjekter i praksis, er den juridiske litteratur om pantsætning af kapitalandele meget begrænset; i såvel selskabsretlige som panteretlige fremstillinger er emnet alene stedmoderligt behandlet.

Som pantsætningsobjekter har kapitalandele en betydelig praktisk fordel i forhold til flere andre aktivtyper. Sikringsakten er enten underretning til selskabet, registrering

i værdipapircentralen eller rådighedsberøvelse af ejerbeviserne, afhængig af hvilken type kapitalandel der pantsættes, jf. afsnit 2. Det betyder, at der ikke skal betales registreringsafgift til offentlige myndigheder for iagttagelse af sikringsakten. Kapitalandele er dermed »billige« aktiver at pantsætte.

Styrken ved pant i kapitalandele er, at det er en slags »residualpant«, som indirekte omfatter alle aktiver i det pågældende selskab. Denne styrke er imidlertid også pantets svaghed: Pantet kan i værste fald være værdiløst, fordi dets værdi er afledt af værdien af de aktiver og passiver, der er i selskabet. Hvor det er praktisk og kommercielt muligt vil panthavere derfor ofte betinge sig supplerende sikkerhedsstillelse for at beskytte sig mod udhuling af pantet.

Pantsætning af kapitalandele er ikke uden risiko for pantsætter. Ganske vist vil det normalt være aftalt, at pantsætter bevarer stemmeretten og retten til at modtage udbytte på trods af pantsætningen, men i

tilfælde af misligholdelse af det sikrede låneengagement risikerer pantsætter, at kapitalandelen sælges til tredjemand som led i panthavers fyldestgørelse.

Formålet med denne artikel er at redegøre for sikringsakterne ved pantsætning af kapitalandele, der ikke er udstedt gennem en værdipapircentral. I den forbindelse vurderes et særligt fortolkningsspørgsmål, som er opstået efter vedtagelsen af den nye selskabslov¹ (SL). Iagttagelse af rette sikringsakt er af afgørende betydning for panthaver, og enhver tvivl i denne henseende kan have vidtrækkende konsekvenser. Det er derfor vigtigt, at der ikke hersker tvivl om rette sikringsakt.

I afsnit 2 behandles sikringsakterne ved pantsætning af kapitalandele, der ikke er udstedt gennem en værdipapircentral. Reglerne om ekstinktion af rettigheder og indsigelser falder uden for rammerne af artiklen. Derefter analyseres i afsnit 3 bestemmelserne i SL §§ 52-53 om notering af pant i ejerbogen, særligt kravet i § 53 om underretning af kapitalselskabet om pantsætninger. I afsnit 4 vurderes forholdet mellem de materielle regler om iagttagelse af sikringsakt og de formelle regler om underretning af selskabet med henblik på notering af pantet i ejerbogen. Spørgsmålet er, hvorvidt underretning efter § 53 er en del af sikringsakten eller alene en ordensforskrift uden betydning for sikringsakten. Artiklens konklusioner sammenfattes i afsnit 5, som også indeholder betragtninger *de lege ferenda*.

2. Materielle regler om iagttagelse af sikringsakt

For at panthaver kan opnå tingslig beskyttelse af pantet, dvs. beskyttelse mod pant-

sætterens kreditorer og godtroende aftaleerhververe, kræves iagttagelse af en sikringsakt. Rette sikringsakt afhænger af, hvilken type aktiv der pantsættes, men fælles for de forskellige sikringsakter er, at de i forskellig grad tilsigter at virke prioritetskabende, offentliggørende og rådighedsbegrænsende.²

I forbindelse med stiftelse af rettigheder over kapitalandele, der befinder sig i Danmark,³ afhænger rette sikringsakt først og fremmest af, hvilken type rettighed der søges stiftet. I denne artikel behandles alene pant som stiftes ved aftale mellem parterne (viljesbestemt pant). Herefter må der sondres mellem hvilken type kapitalandele der er tale om. Kapitalandele kan i denne henseende inddeles i fire kategorier, som gensidigt udelukker hinanden: (i) kapitalandele udstedt gennem en værdipapircentral, (ii) kapitalandele for hvilke der ikke er udstedt ejerbeviser,⁴ (iii) kapitalandele for hvilke

1. Jf. lov nr. 470/2009 med senere ændringer.

2. I den juridiske teori anføres undertiden, at sikringsakten har til formål at virke »rådighedsberøvende«. Se imidlertid *Lars Hedegaard Kristensen: Studier i erhvervsfinansieringsret*, 1. udgave, 2003, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, s. 27 f., hvor det med rette hævdes, at betegnelsen »rådighedsbegrænsende« er mere hensigtsmæssig.
3. I dansk international privatret afgøres lovvalget for tingslig beskyttelse af *lex situs*, dvs. reglerne i det land, hvor aktivet befinder sig, jf. *Peter Arnt Nielsen: International privat- og procesret*, 1. udgave, 1997, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, s. 615 og s. 622 f. Kapitalandele for hvilke der er udstedt negotiable ejerbeviser antages at befinde sig i den stat, hvor dokumentet befinder sig. Kapitalandele udstedt gennem en værdipapircentral antages at befinde sig i registreringsstaten, mens kapitalandele for hvilke der enten ikke er udstedt ejerbeviser, eller for hvilke der er udstedt ikke-negotiable ejerbeviser må antages at befinde sig i den stat, hvor selskabet har hjemsted.
4. Et ejerbevis er et bevis på ejerskab til en kapitalandel, jf. SL § 5, nr. 7.

Kapitalandelens type	Panthavers sikringsakt over for pantsætters aftaleerhververe	Panthavers sikringsakt over for pantsætters kreditorer
Kapitalandele for hvilke der ikke er udstedt ejerbeviser	Underretning af selskabet, jf. SL § 65, stk. 2	Underretning af selskabet, jf. SL § 65, stk. 1
Kapitalandele for hvilke der er udstedt negotiable ejerbeviser	Rådighedsberovelse af ejerbeviserne, jf. SL § 66, stk. 1, jf. GBL § 14, stk. 1 og 2	Rådighedsberovelse af ejerbeviserne, jf. princippet i GBL § 22
Kapitalandele for hvilke der er udstedt ikke-negotiable ejerbeviser	Underretning til selskabet, jf. princippet i SL § 65, stk. 2	Underretning til selskabet, jf. princippet i SL § 65, stk. 1
Kapitalandele udstedt gennem en værdipapircentral	Registrering i værdipapircentralen, jf. VPHL § 66, stk. 1	Registrering i værdipapircentralen, jf. VPHL § 66, stk. 1

Figur 1. Oversigt over sikringsakter ved pantsætning af kapitalandele.

der er udstedt negotiable ejerbeviser, og (iv) kapitalandele for hvilke der er udstedt ikke-negotiable ejerbeviser.

Strukturelt er forholdet mellem de forskellige typer kapitalandele således, at det først må undersøges, om kapitalandelene er udstedt gennem en værdipapircentral. Hvis ikke det er tilfældet, må det herefter undersøges, hvorvidt der er udstedt ejerbeviser for kapitalandelene eller ej. Endelig må det undersøges, om ejerbeviserne – i det omfang sådanne er udstedt – er negotiable eller ej, hvilket skal fremgå af selskabets vedtægter, jf. SL § 28, nr. 4.

For så vidt angår kapitalandele, der er udstedt gennem en værdipapircentral, følger det af værdipapirhandelslovens (VPHL) § 66, stk. 1, at pantavers sikringsakt over for såvel pantsætters aftaleerhververe som pantsætters kreditorer er registrering i værdipapircentralen.⁵ Spørgsmålet, der skal

vurderes nærmere nedenfor, er, hvad der er rette sikringsakt ved pant i kapitalandele, som ikke er udstedt gennem en værdipapircentral. *Anders Ørgaard* har ret i, at læseren, der ikke i forvejen er bekendt med retsstillingen, ikke vil være i stand til at udlede den alene ved hjælp af det skrevne regelsæt.⁶ SL har ikke ændret på dette, men har tværtimod skabt et yderligere tvivlsspørgsmål i den forbindelse, jf. afsnit 4.

I afsnit 2.1 behandles sikringsakten ved pant i kapitalandele for hvilke der ikke er udstedt ejerbeviser. Derefter behandles i afsnit 2.2 og 2.3 sikringsakten ved pant i kapitalandele for hvilke der er udstedt negotiable henholdsvis ikke-negotiable ejerbeviser.

2.1. Kapitalandele for hvilke der ikke er udstedt ejerbeviser

Pantsætning af en kapitalandel, der ikke er udstedt gennem en værdipapircentral, eller for hvilken der ikke er udstedt ejerbevis,

5. Jf. nærmere herom navnlig *Jesper Lau Hansen*: Værdipapirhandelsloven med kommentarer, bind 2, 6. udgave, 2010, Jurist- og Økonomiforbundets Forlag, s. 544 ff., samt *Ulrik Rammeskov Bang-Pedersen*: Rettigheder over værdipapirer. Individualisering og sikringsakt, i *Juristen* nr. 4/2004, s. 176-189.

6. Jf. *Anders Ørgaard*: Pant i selskabsandele mv., i *Juridiske emner ved Syddansk Universitet* 2003, 1. udgave, 2003, Jurist- og Økonomiforbundets Forlag, s. 331.

har ifølge SL § 65, stk. 1, ikke gyldighed mod overdragerens kreditorer, medmindre kapitalsekskabet eller ejerbofsføreren har modtaget underretning om overdragelsen fra overdrageren eller erhververen. Over for pantsætters godtroende aftaleerhververe er sikringsakten ligeledes underretning til sekskabet om pantsætningen, jf. SL § 65, stk. 2.

Ud over at underretningen skal være »om overdragelsen«, fastsætter SL § 65 ikke nogen indholdsmæssige krav til underretningen. Det er almindeligt antaget i teorien, at der gælder samme krav til underretningen som til en underretning efter gældslovens (GBL) § 31. Det medfører, at det af underretningen klart skal fremgå, at kapitalandelene er overdraget, herunder hvilke kapitalandele overdragelsen vedrører.

Sikringsakten gælder i overensstemmelse med almindelige panteretlige principper kun de kapitalandele, som er omfattet af underretningen.⁷ I praksis vil det sædvanligvis være aftalt, at panteretten gælder samtlige pantsætters kapitalandele og afledte rettigheder til enhver tid, herunder yderligere kapitalandele som måtte tilfalde pantsætter i fremtiden, f.eks. som følge af udstedelse af fondsandele eller pantsætters tegning af nye kapitalandele i sekskabet. Spørgsmålet om, hvorvidt sådanne yderligere kapitalandele automatisk er omfattet af panteretten, er terminologisk set ikke et spørgsmål om iagttagelse af sikringsakt men om »pantets frugter«, som falder uden for rammerne af denne artikel.

Underretningen bør angive, om stemmeretten og udbyttebetalinger fra sekskabet li-

geledes er omfattet af pantsætningen, idet der ellers faldes tilbage på de deklaratoriske panteretlige regler. I praksis vil det normalt være aftalt mellem pantsætter og panthaver, at stemmeretten og retten til udbyttebetalinger omfattes af pantsætningen, men at pantsætter bevarer disse rettigheder, indtil der måtte ske misligholdelse af det sikrede låneengagement. Denne løsning tilgodeser i de fleste tilfælde begge parterens interesser i forbindelse med pantsætningen. For pantsætter vil overdragelse af stemmeretten til panthaveren medføre, at pantsætter mister sin indflydelse i sekskabet, og panthaveren vil – i det omfang der er tale om en professionel långiver, f.eks. en bank – sjældent have interesse i faktisk at udnytte stemmeretten. Hertil kommer en række retlige årsager til, at panthaveren normalt ønsker at undgå at få overdraget stemmeretten, navnlig ønsker panthaveren sig ikke koncernforbundet med sekskabet i sekskabs-, regnskabs-, skatte- eller bankretlig forstand.⁸ Hvis panthaver råder over stemmeretten og erklærer at have til hensigt at udnytte den, omfattes panthaveren tillige af reglerne om storkapitalejeres flagningspligt, i det omfang grænserne krydses i SL § 55, stk. 1, jf. stk. 2, nr. 2.

Hvis udbyttebetalingerne overdrages til panthaver i forbindelse med pantsætningsaftalens indgåelse, vil pantsætter miste rådigheden over afkastet fra sin investering i sekskabet, som automatisk vil gå til afdrag på det sikrede låneengagement. Låneaftalen vil imidlertid normalt fastlægge, hvornår tilbagebetaling kan og skal ske, og så længe der ikke er sket misligholdelse af aftalen, har långiver (panthaver) sjældent noget ønske om at modtage ekstraordinære afdrag,

7. Jf. *Søren Friis Hansen & Jens Valdemar Krenchel: Dansk sekskabsret 2 – Kapitalsekskaber*, 2. udgave, 2007, Forlaget Thomson, s. 157, hvor det med rette anføres, at en sikringsakt kun gælder for den eller de kapitalandele, den faktisk angår.

8. Jf. *Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff: Vedtægter og ejeraftaler*, 3. udgave, 2010, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, s. 68.

f.eks. som følge af udbyttebetalinger fra låntagers datterselskaber. Tværtimod vil låneaftalen ofte indeholde bestemmelser om, at låntager ikke eller kun under særlige betingelser er berettiget til førtidig indfrielse. Det må herved erindres, at panteretten alene er en sikkerhedsret for låntagers overholdelse af låneaftalen. Kun i tilfælde af misligholdelse ønsker långiver sig fyldestgjort i pantet.

Det er uafklaret i såvel teori som praksis, hvorvidt en underretning til selskabet om, at pantsætter til trods for pantsætningen foreløbig bevarer stemmeretten og udbytteretten virker tilstrækkeligt rådighedsbegrænsende over for pantsætteren til at etablere tingslig beskyttelse for panthaveren. Synspunktet er, at kreditor- og omsætningsbeskyttelse for panthaveren ikke lader sig forene med fri råden for pantsætteren.⁹ Fra reglerne om pantsætning af simple fordringer kendes eksempelvis kravet om, at en overdragelse ikke nyder tingslig beskyttelse, hvis panthaveren tillader pantsætter at oppebære fordringen.¹⁰

Hvis pantsætter bevarer stemme- og udbytteret, begrænses pantsætters rådighed over kapitalandelene kun i beskedent omfang, så længe pantsætteren ønsker at beholde ejendomsretten til kapitalandelene. Kravet om en vis begrænsning i pantsætters retlige råden er dog ikke et krav om *absolut* rådighedsbegrænsning, og kravet fortolkes forskelligt, alt afhængig af hvilken aktivtype, der er tale om. I praksis synes det at være en udbredt opfattelse, at panthavers sikringsakt er iagttaget trods pantsætters fortsatte rådighed over stemmeretten, mens der er varierende opfattelser i forhold til udbytteretten.

Det bemærkes, at stemme- og udbytteret alene er accessorier henholdsvis frugter af

pantet, hvorfor det ikke kan være af afgørende betydning for sikringsaktens iagttagelse, om panthaver afstår fra at kræve disse rettigheder overdraget før der sker misligholdelse. Det ville endvidere ud fra et praktisk synspunkt være problematisk, hvis ikke det var muligt for pantsætter at pantsætte kapitalandele uden samtidig at overdrage stemme- og udbytteret til panthaver, eftersom der er gode grunde til at lade pantsætter bevare disse rettigheder indtil misligholdelsestidspunktet, jf. ovf.

Som ved underretning efter GBL § 31 kan en underretning efter SL § 65 afgives af såvel pantsætter som panthaver. I det omfang underretningen overlades til pantsætter, vil – og bør – panthaver i praksis føre kontrol med såvel indholdet som afgivelsen af underretningen for at sikre sig, at der faktisk afgives en underretning, som opfylder kravene til tingslig beskyttelse. Der kan ikke være noget til hinder for, at underretningen foretages af en person, der er bemyndiget hertil af panthaverne, f.eks. en advokat eller en *security agent*.

En *security agent* er ikke noget fast defineret begreb under dansk ret. *Security agents* anvendes ofte i finansieringstransaktioner, navnlig i syndikerede lånefinansieringer, hvor der er flere långivere. Agentens rolle vil da være at repræsentere långiverne i relation til sikkerhedspakken, bl.a. vil sikkerhedsdokumenterne ofte være underskrevet af agenten på vegne af långiverne.

Underretningen skal gives til selskabet eller den, der i medfør af SL § 50, stk. 3, fører ejerbogen for selskabet, jf. SL § 65. Der synes ikke at være taget stilling til, hvorvidt underretningen kan gives til selskabet, selv om der er udpeget en ejerbofsfører. Forarbejderne til lov nr. 1007/1998, der indførte muligheden for at et aktieselskab kunne lade en ejerbofsfører føre ejerbogen, forholdt

9. Jf. Hedegaard Kristensen (note 2), s. 27 f.

10. Jf. Hedegaard Kristensen (note 2), s. 29.

der sig ikke udtrykkeligt til problemstillingen:

»Hvis underretning skal gives til selskabet, der efter videreformidler underretningen til aktiebogsføreren, vil der blive indsat et unødigt administrativt led. Det foreslås derfor, at underretning i forbindelse med [...] pantsætning af aktier [...] gives direkte til aktiebogsføreren, hvis selskabet har valgt at lade en anden end bestyrelsen føre aktiebogen [...].«¹¹

Selv hvis selskabet benytter en ejerbogsfører, må underretning til selskabet i mangel af særlige holdepunkter for det modsatte være tilstrækkeligt til at iagttage sikringsakten, eftersom ordlyden i SL § 65 nævner selskabet og ejerbogsføreren som ligeværdige alternativer. Selskabet må da være forpligtet til at bistå og videresende underretningen til ejerbogsføreren med oplysning om, hvornår meddelelsen blev modtaget, eftersom pantsætningen har prioritet fra det tidspunkt.

Den, der afgiver underretningen, vil sædvanligvis anmode selskabet om at bekræfte modtagelsen samt at notere pantsætningen i selskabets ejerbog. Sikringsakten er imidlertid iagttaget alene i kraft af underretningens fremkomst til selskabet, idet underretningen har karakter af et påbud. Det er dermed ikke en betingelse for underretningens tingsretlige virkning, at selskabet eller ejerbogsføreren bekræfter modtagelsen af underretningen,¹² ligesom det er uden betydning om selskabet eller ejerbogs-

føreren undtagelsesvis måtte afvise underretningen.¹³

Det har heller ikke direkte betydning for iagttagelse af sikringsakten om pantsætningen noteres i ejerbogen, jf. afsnit 4.¹⁴ Notering i ejerbogen kan dog have en række øvrige retsvirkninger for panthaveren. Således tjener noteringen som en bekræftelse på, at selskabet har modtaget underretningen, ligesom noteringen har den praktiske funktion, at eventuelle efterfølgende panthavere oplyses om, at kapitalandelene allerede er pantsat tidligere og dermed bringes i ond tro herom.

For navnekapitalandele er notering i ejerbogen tillige en forudsætning for udøvelse af de til kapitalandelene knyttede forvaltningsmæssige rettigheder, jf. SL § 49, 1. pkt.¹⁵ Udøvelse af de økonomiske beføjelser er derimod ikke afhængig af notering, jf. SL § 49, 2. pkt., om end selskabet antages at blive frigjort ved betaling i god tro af udbytte til den, der efter ejerbogen er berettiget til at modtage ydelsen, hvis ikke vedtægterne indeholder bestemmelser om udøvelse af de økonomiske rettigheder.¹⁶

11. Jf. FT 1998-99 A 1740.

12. Jf. i samme retning betænkning nr. 1498/2008 om modernisering af selskabsretten, s. 194. Se om bekræftelse af denuntiatio efter GBL § 31 *Lennart Lyng Andersen & Erik Werlauff*: Kreditretten, 5. udgave, 2010, Thomson Reuters Professional, s. 271.

13. Om hindringer for notering af pantet i ejerbogen afsnit 3.3 ndf.

14. Jf. formentlig tillige *Nis Jul Clausen & Camilla Hørby Jensen*: Sikkerhed i fordringer, 5. udgave, 2008, Forlaget Thomson, s. 44, hvor det i beskrivelsen af retstilstanden før SL's ikrafttræden anføres, at det ikke er »af afgørende betydning« for panthaverens opnåelse af omsætnings- og kreditorbeskyttelse, om underretningen indføres i ejerbogen.

15. For en gennemgang af de rettigheder, som ikke kan gøres gældende hvis den pågældende ikke er noteret i ejerbogen se *Lars Bunch & Ida Rosenberg*: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave, 2010, Thomson Reuters Professional A/S (note 19), s. 198.

16. Jf. *Bernhard Gomard*: Aktieselskaber og anpartsselskaber, 5. udgave, 2006, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, s. 202, *Bunch & Rosenberg* (note 15), s. 198, og *Paul Krüger Andersen*: Aktie- og anpartsselskabsret, 11.

Endelig er det uafklaret, om en panthaver kan iværksætte tvangsfuldbyrdelse uden at være noteret i ejerbogen.

2.2. Kapitalandele for hvilke der er udstedt negotiable ejerbeviser

Hvis der er udstedt negotiable ejerbeviser for kapitalandelene, er det ifølge SL § 66, stk. 1, bestemmelserne i GBL § 14, stk. 1 og 2, der finder anvendelse for panthavers omsætningsbeskyttelse. Det betyder, at panthavers sikringsakt over for pantsætters aftaleerhververe er effektiv rådighedsberøvelse af ejerbeviset, svarende til hvad der i øvrigt gælder for negotiable dokumenter.

Bestemmelserne i GBL § 14, stk. 1 og 2, finder dog ikke anvendelse, hvis der i henhold til en bestemmelse i kapitalselskabets vedtægter er taget utvetydigt forbehold i ejerbeviset, f.eks. lydende på, at det ikke er et omsætningspapir, jf. SL § 66, stk. 1, 2. pkt. Hvis ejerbeviset indeholder et sådant forbehold, følger sikringsakten reglerne for ikke-negotiable ejerbeviser, jf. afsnit 2.3 ndf.

Ifølge *Ørgaard* kunne udtrykket »f.eks.« lede til den tanke, at også andre forbehold kan bringe kapitalandelen ud af hovedreglen i SL § 66 og derved føre til, at GBL § 14 ikke er gældende. *Ørgaard* afviser dette, da der ikke er tvivl om, at bestemmelsen opererer med en ren sondring mellem negotiable og ikke-negotiable kapitalandele. Formuleringen af SL § 66, stk. 1, 2. pkt., synes således misvisende.¹⁷

SL § 66, stk. 1, indeholder ingen henvisning til GBL § 22 og regulerer ikke på anden måde sikringsakten for panthavers be-

udgave, 2010, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, s. 199. Selskabet er dog ikke i god tro, hvis man har modtaget underretning om, at kapitalandelene er pantsat, og at udbytte alene kan betales til panthaver.

17. Jf. *Ørgaard* (note 6), s. 332 f.

skyttelse mod pantsætters kreditorer. Alligevel må det antages, at GBL § 22 finder analog¹⁸ anvendelse, og at pantsætningen derfor kun har gyldighed mod pantsætters kreditorer, hvis panthaveren har fået det negotiable ejerbevis i hænde, jf. også U 1942.554 V.¹⁹

Ved pant i kapitalandele for hvilke der er udstedt negotiable ejerbeviser, er panthavers sikringsakt for at opnå såvel omsætnings- som kreditorbeskyttelse en effektiv rådighedsberøvelse af de pågældende ejerbeviser.

2.3. Kapitalandele for hvilke der er udstedt ikke-negotiable ejerbeviser

Det er ikke klart ud fra SL, hvad der er rette sikringsakt ved pantsætning af kapitalandele for hvilke der er udstedt ikke-negotiable ejerbeviser.

På den ene side gælder SL § 65 ikke, hvis der er udstedt ejerbeviser for kapitalandelene. På den anden side vedrører SL

18. Et ejerbevis er, selv hvis det er negotiablet, ikke et omsætningsgældsbevis, men et legitimationsbevis for kapitalejerens rettigheder i selskabet. En kapitalandel er ikke en fordring, og der består ikke i kraft af ejerbeviset noget skyldforhold mellem selskabet og kapitalejeren. GBL finder derfor alene analog anvendelse.

19. Jf. også *Bunch & Rosenberg* (note 15), s. 221, *Erik Werlauff & Peer Schaumburg-Müller: Selskabsloven med kommentarer*, 1. udgave, 2010, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, s. 364, *Jan Schans Christensen: Kapitalselskaber*, 3. udgave, 2009, Thomson Reuters Professional, s. 201, *Friis Hansen & Krenchel* (note 7), s. 159, *Ørgaard* (note 6), s. 332, *Noe Munck & Lars Hedegaard Kristensen: Selskabsformerne – lærebog i selskabsret*, 5. udgave, 2007, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, s. 241, *Eigil Lego Andersen: Aktionæroverenskomster*, 1. udgave, 2000, Forlaget Thomson, s. 47, men måske anderledes *Jakob Hans Johansen: Forkøbs- og køberettighedens tinglige beskyttelse*, i U 2010B.245, s. 253.

§ 66 ganske vist ejerbeviser, men kun hvis disse er negotiable, jf. bestemmelsens stk. 1, 2. pkt. I dette vakuum kan derfor overvejes, hvilken sikringsakt panthaver skal iagttage ved pant i kapitalandele for hvilke der er udstedt ikke-negotiable ejerbeviser. Valget står mellem en analogi af SL § 65 og dermed GBL's regler om simple fordringer eller en analogi af SL § 66 og dermed GBL's regler om negotiable dokumenter.

Ørgaard synes at anvende princippet i GBL § 31, stk. 4, for ihændehaveraktier.²⁰ Efter denne bestemmelse, som vedrører ikke-negotiable ihændehaverpapirer, får en overdragelse gyldighed mod overdragerens kreditorer ved ihændehavelsen, hvis gælds-brevets særlige beskaffenhed medfører, at skyldneren ikke frigøres ved betaling til andre end ihændehaveren. *Ørgaard* anfører, at reglen synes at passe bedre på situationen end underretning under henvisning til, at »den fysiske besiddelse af dokumentet tillægges den afgørende betydning, som den i praksis må forventes at blive tillagt, når der er tale om en ihændehaveraktie«. For navneaktier er det derimod ifølge *Ørgaard* nærliggende i overensstemmelse med hidtidig teori at opfatte underretning som sikringsakt.²¹

Ørgaards vægt på den fysiske betydning af dokumentet forekommer at være for kategorisk, uanset at der er tale om ihændehaveraktier. Det synes herved for vidtgående uden særlige holdepunkter at lægge afgørende vægt på ihændehavelse af ejerbeviset, når dette ikke er negotiable. *Ørgaards* forslag om at anvende GBL § 31, stk. 4, kan derfor ikke tilsluttes.

Det følger af ikke-negotiable ejerbevisers karakter, at der som udgangspunkt ikke er knyttet særlige retsvirkninger til ihænde-

havelse af beviset, bortset fra at det skaber en vis legitimation over for selskabet. Princippet i SL § 65 må derfor finde anvendelse hvis der er tale om en kapitalandel, som ikke er et omsætningspapir, men hvortil der er udstedt ejerbevis. Panthavers sikringsakt over for såvel pantsætters kreditorer som aftaleerhververe er derfor underretning til selskabet, jf. afsnit 2.1.²²

Som konsekvens heraf er rådighedsberøvelse af ikke-negotiable ejerbeviser uden betydning for sikringsaktens iagttagelse. Ikke desto mindre vil panthaver i praksis ofte kræve at få ejerbeviserne i hænde for at fratage kapitalejeren dén legitimation, der er knyttet til beviserne. Hvis kapitalejeren har kontrollerende indflydelse i selskabet, kan panthaveren alternativt kræve, at kapitalejeren foranlediger ejerbeviserne annulleret, jf. SL § 60.

3. Formelle regler om notering af pant i ejerbogen

Det centrale ledelsesorgan skal hurtigst muligt efter selskabets stiftelse oprette en fortegnelse over samtlige kapitalejere (ejerbog), jf. SL § 50, stk. 1. Vedtægterne kan bestemme, at ejerbogen føres på selskabets vegne af en person, som er valgt af selskabet, jf. nærmere SL § 50, stk. 3.

Pligten til at føre en ejerbog gælder også, selv om selskabets kapitalandele er registreret i en værdipapircentral, og er tillige uafhængig af, om der er udstedt ejerbeviser for kapitalandelene, herunder om sådanne kapitalbeviser måtte være negotiable. Kra-

20. Kun aktier kan udstedes til ihændehaver, jf. SL § 48, stk. 2, sidste pkt.

21. Jf. *Ørgaard* (note 6), s. 333 f.

22. Jf. også bl.a. *Schans Christensen* (note 19), s. 202, *Werlauff & Schaumburg-Müller* (note 19), s. 364 f., *Krüger Andersen* (note 16), s. 210, *Jul Clausen & Hørby Jensen* (note 14), s. 44, og *Friis Hansen & Krenchel* (note 7), s. 158.

vene til indholdet af ejerbogen fremgår af bestemmelserne i SL §§ 52-54, og varierer, alt efter hvilken type kapitalandele, selskabet har udstedt.

SL § 53 indeholder krav om, at kapital-selskabet i visse tilfælde skal underrettes om pantsætning af kapitalandele i selskabet. Meddelelsen kan afsendes af kapitalejeren (dvs. pantsætteren) eller panthaveren, og skal være modtaget i selskabet senest to uger efter at pantsætning er sket, jf. SL § 53, stk. 1. Pantsætning må anses for sket på det tidspunkt, hvor endelig aftale herom er indgået.

I de følgende afsnit behandles underretningspligten i SL § 53 nærmere. I afsnit 3.1 behandles pligtens anvendelsesområde, og i afsnit 3.2 analyseres de indholdsmæssige krav til underretningen. Selskabets pligt til notering af pantet i ejerbogen behandles i afsnit 3.3, og i afsnit 3.4 vurderes retsvirkningerne af tilsidesættelse af underretningspligten.

3.1. Underretningspligtens anvendelsesområde

Kravet om underretning af selskabet efter SL § 53 gælder ved pantsætning af kapitalandele i (i) selskaber, der ikke har udstedt ejerbeviser, (ii) selskaber, der har udstedt navnekapitalandele, og (iii) selskaber, hvis aktier ikke er udstedt gennem en værdipapircentral.²³ Efter bestemmelsens formulering er det uden betydning, om selskabets ejerbeviser er negotiable eller ej. Det er imidlertid tvivlsomt, om det har været in-

23. *Bunch & Rosenberg* (note 15) foreslår s. 203, at affattelsen af det pågældende punktum ved en kommende revision af SL ændres til, at anvendelsesområdet ændres til »selskaber, der har udstedt navnekapitalandele, [...] medmindre aktierne er udstedt gennem en værdipapircentral.« Derved tilsigtes ikke materielle ændringer, men alene en sproglig præcisering.

entionen at undtage ikke-negotiable ejerbeviser fra bestemmelsens anvendelsesområde.

Ved overdragelse af aktier gælder der ifølge SL § 53, stk. 1, sidste pkt., ingen noteringspligt. Denne undtagelse må antagelig føre til, at der ikke gælder nogen noteringspligt ved pantsætning af aktier. Underretning af selskabet om pantsætning af aktier er dermed en ret, men ikke en pligt – i modsætning til pant i anpart, der skal meddeles selskabet.²⁴

Det kan overvejes i hvilket omfang de indholdsmæssige krav til en underretning, jf. SL § 53, i øvrigt finder anvendelse i tilfælde, hvor en part ønsker at få sine rettigheder over kapitalandele indført i ejerbogen uden at være forpligtet til at underrette selskabet. Det kan f.eks. være tilfældet for (i) udlægshavere, (ii) panthavere, der har fået pant i kapitalandele i et selskab, der har udstedt ikke-negotiable ejerbeviser, eller (iii) panthavere, der har fået pant i ihændehaveraktier. Ingen af disse rettighedshavere er direkte rettighedssubjekter ifølge bestemmelsen. Da selskabet imidlertid ikke må indføre rettigheder i ejerbogen før de nævnte oplysninger er modtaget fra den pågældende rettighedshaver, jf. SL § 52, må de indholdsmæssige krav til underretningen, jf. afsnit 3.2, som en følge heraf være opfyldt også uden for bestemmelsens direkte anvendelsesområde.

3.2. Indholdsmæssige krav til underretningen

Meddelelsen til selskabet skal ifølge SL § 53, stk. 1, 3. pkt., indeholde »de oplysninger om den nye [...] panthaver, som er nævnt i § 52.« Disse oplysninger svarer til de oplysninger, som selskabet har pligt til at notere om panthaveren i ejerbogen, dvs.

24. Jf. *Krøger Andersen* (note 16), s. 201, n. 5.

»oplysninger om alle kapitalejere og panthavere, dato for erhvervelse, afhændelse eller pantsætning af kapitalandelens størrelse, de stemmerettigheder, der er knyttet hertil, oplysninger om kapitalejernes navn og bopæl eller for virksomheders vedkommende navne, cvr-nr. og hjemsted«, jf. SL § 52, 2. pkt. For så vidt angår panthavere, der er udenlandske statsborgere eller udenlandske juridiske personer, er det endvidere et krav, at meddelelsen vedlægges anden dokumentation, der sikrer en »entydig identifikation af kapitalejeren«, jf. § 52, sidste pkt.²⁵ »Udenlandsk« må forstås som enhver ikke-dansk statsborger henholdsvis ethvert selskab, der ikke har sit registrerede hjemsted i Danmark.

Dette supplerende krav til udenlandske panthavere rejser navnlig to fortolknings-spørgsmål. For det første må det overvejes, hvorvidt dokumentationen skal vedrøre kapitalejeren, som ordlyden kræver, eller derimod panthaveren, hvis der er tale om pantsætning. Derefter må det vurderes, hvilken dokumentation der er fornøden til at opfylde kravet om entydig identifikation.

For så vidt angår spørgsmålet om, hvem der skal identificeres – kapitalejeren eller

pantoveren – bemærkes indledningsvis, at det følger direkte af ordlyden i SL § 52, sidste pkt., at dokumentationen skal sikre »entydig identifikation af kapitalejeren« (fremhævet her). I praksis er det imidlertid en udbredt opfattelse, at identifikation ved pantsætning rettelig skal vedrøre pantoveren. En naturlig forståelse af kravet fører til, at det er den nye udenlandske kapitalejer, der skal identificeres, hvis der er tale om en overdragelse til eje, og den udenlandske pantover, hvis der er tale om en overdragelse til sikkerhed. Denne fortolkning kan dog næppe rummes inden for bestemmelsens ordlyd, selv om den er den mest naturlige og formentlig den rigtige. Det ville derfor være mest rigtigt om ordlyden i SL § 52, sidste pkt., blev ændret i overensstemmelse hermed.

Det andet centrale spørgsmål, som SL § 52, sidste pkt., giver anledning til, er, hvad der udgør fornøden dokumentation i forhold til identifikation af kapitalejeren/pantoveren. Svaret er ikke nærmere præciseret i forarbejderne til bestemmelsen, hvor det blot er anført, at der skal være tale om »anden officiel dokumentation, der sikrer en entydig identifikation af kapitalejeren«.²⁶ Formålet er ifølge forarbejderne at sikre et ensartet datagrundlag for at kunne identificere kapitalejeren.

Bunch & Rosenberg anfører, at det er »det centrale ledelsesorgan eller den eksterne part, der er valgt til at føre ejerbogen, der skal foretage vurderingen af, om den modtagne dokumentation er tilstrækkelig.«²⁷ *Werlauff & Schaumburg-Müller* gentager blot forarbejdernes bemærkning om, at der

kation« af kapitalejeren. Ingen af forslagene blev imidlertid vedtaget af Folketinget.

26. Jf. lovforslag L 170 som fremsat 25. marts 2009, ad. bemærkningerne til § 52.

27. Jf. *Bunch & Rosenberg* (note 15), s. 203.

skal være tale om »anden *officiel* dokumentation«²⁸

Der kan formentlig søges inspiration i bek. nr. 1118/2010 om meddelelse om betydelige kapitalposter i henhold til SL §§ 55-56. Efter denne bekendtgørelses § 2 gælder, at hvis kapitalejeren er en udenlandsk statsborger eller en udenlandsk juridisk person, skal kapitalejerens meddelelse til selskabet om betydelige kapitalposter i et kapitalsekskab efter SL § 55 vedlægges »følgende dokumentation, der sikrer en entydig identifikation af kapitalejeren, jf. § 56, stk. 2: (1) En udenlandsk statsborger skal vedlægge kopi af pas eller nationalt identifikationsbevis, der kan anvendes ved indrejse i et Schengenland. (2) En udenlandsk juridisk person (et udenlandsk selskab) skal vedlægge officielt bevis, der højst må være 3 måneder gammelt, for at selskabet er lovligt bestående i hjemlandet.«

Hvor den identifikation, der nævnes i bekendtgørelsen, i alle tilfælde må være tilstrækkelig til at opfylde kravene i SL § 52, sidste pkt., kan bekendtgørelsens krav derimod ikke uden videre antages at udgøre minimumskrav til dokumentation i henhold til SL § 52, sidste pkt. Det skyldes, at bekendtgørelsen er udstedt i henhold til en anden bestemmelse, og at der ikke er fortolkningsbidrag til støtte for, at præcis samme krav gælder i relation til SL § 52, sidste pkt., i forhold til hvilken bestemmelse det blot kan udledes af forarbejderne, at dokumentationen skal være »officiel«.

Om end der formentlig henvises til den omstændighed, at officiel dokumentation f.eks. fra et udenlandsk selskabsregister vil være at foretrække, kan der dog næppe indfortolkes et absolut krav i SL § 52, sidste pkt., om at dokumentationen skal være »of-

ficiel«. På den anden side indebærer ordet »dokumentation« i sig selv et vist officielt præg. Hvis lovgiver havde haft til hensigt at opstille et krav om officiel dokumentation, havde det været hensigtsmæssigt at lade dette fremgå direkte af lovteksten, og det kan i mangel heraf ikke antages.

Panthaver i henhold til en pantsætningsaftale vedrørende kapitalandele vil ofte være en bank, der har fået pant i forbindelse med ydelse af et lån. I sådant tilfælde vil dokumentationskravet være opfyldt i form af en udskrift fra det relevante selskabsregister, svarende til en selskabsrapport eller et sammenskrevet resumé fra CVR. Det afgørende for at sikre entydig identifikation må være, at selskabet er i besiddelse af oplysninger om panthavers registreringsnummer, navn og adresse, svarende til kravene til danske panthavere. Mindre må dog også kunne opfylde dokumentationskravet, f.eks. en udskrift fra en søgning i det pågældende selskabsregister. Er panthaver f.eks. en engelsk filial af en amerikansk bank, må det være tilstrækkeligt at identificere filialen, f.eks. via en udskrift fra det engelske Companies House, uden at det er nødvendigt tillige at identificere det amerikanske selskab.

Hvis der ud over de egentlige panthavere også er en *security agent* og/eller en *trustee* i henhold til pantsætningsaftalen, må disse antagelig identificeres på tilsvarende vis, uanset at hverken en *security agent* eller en *trustee* har nogen materiel panteret efter dansk ret.

Trustee er et begreb, udviklet i engelsk ret. En *trustee* kan anvendes inden for mange forskellige retsområder, bl.a. i forbindelse med udstedelse af erhvervsobligationer, hvor *trusteen* udpeges som obligationsejernes repræsentant til at varetage obli-

28. Jf. *Werlauff & Schaumburg-Müller* (note 19), s. 334 (fremhævet her).

gationsejernes interesser, forhandle med udsteder m.v.²⁹

Skulle der undtagelsesvis være tale om, at panthaver er en udenlandsk fysisk person, må dokumentationskravet antages at kunne opfyldes i form af en kopi af vedkommendes pas, kørekort eller lignende. Panthavers sygesikringsbevis eller lignende vil derimod næppe være tilstrækkeligt, medmindre der er tale om billed-ID.

3.3. Pligt til notering af pantet i ejerbogen

Hvis selskabet henholdsvis ejerbogsføreren modtager en underretning, som opfylder kravene i SL § 53, skal oplysningerne indføres i ejerbogen, jf. SL § 53, stk. 2, medmindre der efter vedtægterne er noget til hinder herfor. En sådan hindring vil navnlig være et vedtægtsbestemt forbud mod pantsætning af selskabets kapitalandele. En forkøbsretsbestemmelse i vedtægterne vil derimod ikke uden særlige holdepunkter blive udløst af en pantsætning,³⁰ i modsætning til eventuel senere overgang af ejendomsretten ved panthavers fyldestgørelse i pantet. Vurderingen af, om der foreligger en hindring for notering i ejerbogen, skal foretages af

det centrale ledelsesorgan eller ejerbogsføreren.

Det fremgår af SL § 53, stk. 2, at en noteringshindring alene kan følge af vedtægterne. Selv om en ejeraftale måtte indeholde forbud mod pantsætning af kapitalandele³¹ hverken kan eller må selskabet derfor undlade at indføre oplysningerne om pantsætningen i ejerbogen af denne årsag, jf. også SL § 82. I praksis vedrører langt de fleste pantsætninger kapitalandele i helejede datterselskaber, hvorfor der kun sjældent opstår spørgsmål af nævnte karakter; i det omfang vedtægterne er til hinder for pantsætningen, vil långiver blot kræve vedtægterne ændret som betingelse for at udbetale lånet.

En panthaver må respektere selskabets vedtægter, uanset om han faktisk kender dem, fordi han ikke får bedre ret end pantsætter.³² Hvorvidt panthaveren opnår den ham tilsagte panteret i kapitalandelen til trods for modstridende bestemmelser i en ejeraftale er et spørgsmål om ekstinktion, som ikke behandles i denne artikel.

Selskabet henholdsvis ejerbogsføreren kan betinge indførelsen i ejerbogen af, at panthaveren dokumenterer sin ret, jf. SL § 53, stk. 2, 2. pkt. I det omfang det er kapitalejeren selv (pantsætter), der giver underretningen om pantsætningen, vil der som regel næppe være grundlag for at kræve dokumentation, idet formålet med bestemmelsen primært må være at forhindre, at der noteres en pantsætning som ikke faktisk har fundet sted. På forlangende af panthaveren skal selskabet henholdsvis ejerbogsføreren udstede bevis for indførelse i ejerbogen, jf. SL § 53, stk. 3.

29. Jf. nærmere *Herman Federspiel*: Mere om trusten og særlig om dens anvendelse i finansielle transaktioner, i U 1999B.361, s. 362 f., og *Rasmus Kristian Feldthusen*: Trusts, 1. udgave, 2002, Forlaget Thomson, særligt s. 323 ff. om finansieringsretlige aspekter ved trusts. Se fra engelsk ret bl.a. *Andrew McKnight*: The Law of International Finance, 1. udgave, 2008, Oxford University Press, s. 536 ff., *Joanna Benjamin*: Financial Law, 1. udgave, 2007, Oxford University Press, s. 184 f., og *Alastair Hudson*: The Law of Finance, 1. udgave, 2010, Sweet & Maxwell, s. 556 f.
30. Jf. Gomard (note 16), s. 179, n. 15, samt tillige *Schans Christensen* (note 19), s. 195, og *Bunch & Rosenberg* (note 15), s. 224.

31. Se generelt om pantsætningsforbud i ejeraftaler *Lego Andersen* (note 19), s. 90 f.
32. Jf. også *Bunch & Rosenberg* (note 15), s. 222, og *Krüger Andersen* (note 16), s. 208.

3.4. Retsvirkninger af tilsidesættelse af SL §§ 52-53

Pantsætters og panthavers tilsidesættelse af SL § 53 kan ske i form af (i) manglende underretning, (ii) mangelfuld men rettidig underretning eller (iii) indholdsmæssigt korrekt men forsinket underretning. Selskabets tilsidesættelse af SL § 52 kan ske i form af notering i ejerbogen af en pantsætning, selv om meddelelsen ikke opfylder de indholdsmæssige krav, og/eller hvis meddelelsen er kommet for sent frem til selskabet.

Det er tvivlsomt, hvad retsvirkningerne af tilsidesættelse af SL §§ 52-53 er. Den eneste sanktion, der er foreskrevet i loven, er, at overtrædelse af SL § 52 og § 53, stk. 1 og 2, straffes med bøde, jf. § 367, stk. 1, 1. pkt. Da SL §§ 52-53 pålægger såvel selskabet som pantsætter/panthaver pligter, må både selskabet, pantsætter og panthaver være pligtsubjekter efter bestemmelserne og derved kunne straffes med bøde, afhængig af hvem der har overtrådt bestemmelserne.

For parterne vil det imidlertid ofte være mere interessant, hvilken retsvirkning tilsidesættelse af bestemmelserne har for notering i ejerbogen.³³ *Bunch & Rosenberg* antager, at hvis selskabet ikke modtager de oplysninger, der er foreskrevet i SL § 52, vil selskabet ikke være berettiget til at optage den pågældende panthaver i ejerbogen.³⁴ Denne fortolkning harmonerer med SL § 53, stk. 2, og må være korrekt, da selskabet kan ifalde bødeansvar, hvis ejerbogen ikke indeholder de i SL § 52 nævnte oplysninger.

Videre antager *Bunch & Rosenberg*, at fristen på to uger alene er en ordensforskrift, og at overskridelse af fristen derfor ikke er sanktioneret. Selskabet kan således

ikke nægte at anerkende en meddelelse om en pantsætning, hvis meddelelse om pantet først modtages af selskabet efter eksempelvis 15 eller 20 dage. Erhvervs- og Selskabsstyrelsen har tilkendegivet, at det er styrelsens opfattelse, at panthaveren ikke har pligt til at anmelde sig.³⁵

Det må være korrekt, at selskabet er forpligtet til at notere pantet i ejerbogen, hvis selskabet modtager en underretning, som opfylder betingelserne i SL § 52, jf. § 53, uanset om fristen er overskredet. Derimod forekommer det misvisende at fortolke to ugers-fristen som en ordensforskrift for panthaver og pantsætter, da SL § 367, stk. 1, 1. pkt., fastslår at overtrædelse af SL § 53, stk. 1, straffes med bøde. Da pligten til at overholde fristen påhviler pantsætteren og panthaveren, må det ganske vist alene være disse – og ikke selskabet – der eventuelt vil kunne straffes med bøde, men det er under alle omstændigheder uheldigt at formulere en ret som en pligt. Det bør derfor overvejes at præcisere bestemmelserne ved en kommende lovændring.

Hvis det centrale ledelsesorgan eller ejerbogsføreren vælger at notere en panthaver i ejerbogen uden at have modtaget de i SL § 52 foreskrevne oplysninger, kan det ifølge *Bunch & Rosenberg* ikke afvises, at de pågældende konkret vil kunne ifalde erstatningsansvar.³⁶ Det er imidlertid vanskeligt at forestille sig på hvilket grundlag et sådant erstatningsansvar kan komme på tale, og synspunktet synes ikke nærmere begrundet. Det er navnlig ikke oplagt, hvem der kan lide tab som følge af, at selskabet noterer en panthaver i ejerbogen, selv om man ikke har modtaget de fornødne oplysninger. Eventuelt erstatningsansvar forekommer at være mere relevant, hvis det nægtes at registrere en pantsætning i ejer-

33. Forholdet mellem sikringsaktens iagttagelse og underretningen efter SL § 53 behandles i afsnit 4 ndf.

34. Jf. *Bunch & Rosenberg* (note 15), s. 203.

35. Jf. *Bunch & Rosenberg* (note 15), s. 204.

bogen på trods af, at betingelserne herfor er opfyldt.

4. Forholdet mellem underretning som sikringsakt og ordensforskrift

Et spørgsmål, der har påkaldt sig særlig interesse i praksis efter vedtagelsen af SL, er, hvorledes underretning som led i sikringsaktens iagttagelse, jf. afsnit 2.1 og 2.3, forholder sig til underretningspligten i SL § 53.

Lovbemærkningerne forholder sig ikke klart til spørgsmålet. På den ene side anføres i bemærkningerne til SL § 65, at bestemmelsen svarer til dagældende bestemmelser i aktieselskabslovens § 25 b og anpartsselskabslovens § 18, og at der alene er tale om en sammenskrivning af bestemmelserne til en enkelt bestemmelse. Endvidere fremgår det, at der ikke er foreslået materielle ændringer i forhold til den gældende retstilstand for aktier og anparter.³⁷ På den anden side anføres i bemærkningerne til SL § 53, stk. 1, at den i bestemmelsen krævede meddelelse til selskabet er en sikringsakt, der har retsstiftende virkning over for tredjemand.³⁸ *Bunch & Rosenberg* anfører i overensstemmelse med sidstnævnte, at SL § 53 er »en »sikringsakt«, og manglende varetagelse af sikringsakten er panthaverens problem.«³⁹ Sikringsakt står ganske vist i anførselstegn, hvorfor det er uklart, hvad der menes.

Det er korrekt, at manglende iagttagelse af sikringsakten er panthavers problem. Det

er derimod næppe korrekt, at underretning efter SL § 53 skulle være en del af sikringsakten ved pant i kapitalandele. Det må ganske vist medgives, at en meddelelse efter SL § 53, som indeholder de i § 52 nævnte oplysninger, normalt kunne tjene til opfyldelse af sikringsakten underretning, hvis de almindelige krav til underretningens indhold samtidig er opfyldt, jf. afsnit 2.1 og 2.3. Det relevante spørgsmål at rejse er dog snarere, om SL § 53 fastsætter mindstekravene til en underretning efter SL § 65 (eller princippet heri), eller om det er muligt at give en underretning til selskabet, som nok opfylder de almindelige krav til sikringsakten, men som ikke indeholder de oplysninger, som kræves efter SL § 52, jf. § 53, f.eks. på grund af manglende eller mangelfuld dokumentation af en udenlandsk pant-haver.

Hvis sikringsakten underretning efter SL § 65 (eller princippet heri) alene kunne opfyldes ved en underretning i overensstemmelse med kravene i SL § 53, ville det indebære betydelige komplikationer i praksis, fordi det ikke altid er muligt at identificere samtlige panthavere. En sådan fortolkning ville føre til, at det kan være praktisk umuligt at opnå tingslig beskyttelse ved pantsætning af kapitalandele til fordel for en større kreds af panthavere, herunder obligationsejere, der ofte er en bred og skiftende kreds, som ikke uden videre lader sig identificere. I andre større finansieringssager kan der tillige være et stort antal panthavere. Ganske vist er det oftest teoretisk muligt at identificere og dokumentere disse, men dette lægger en betydelig administrativ byrde på panthaverne samt det centrale ledelsesorgan henholdsvis ejerbofsføreren i det kapital-selskab, hvis kapitalandele moder-selskabet pantsætter. I praksis indgås pantsætningsaftalen i sådanne tilfælde blot mellem pantsætter og en *security agent/trustee*

36. Jf. *Bunch & Rosenberg* (note 15), s. 203.

37. Jf. lovforslaget (note 26), ad. bemærkningerne til § 65.

38. Jf. betænkningen (note 12), s. 810 og lovforslaget (note 26), ad. bemærkningerne til § 53.

39. Jf. *Bunch & Rosenberg* (note 15), s. 204.

på vegne af de til enhver tid værende pant-havere.⁴⁰

Set fra parternes perspektiv har det næp-pe nogen praktisk betydning, om kredsen af panthavere er fuldt identificeret med entyd-ig dokumentation m.v. For pantsætter og det pågældende kapital-selskabs synspunkt er den praktiske realitet, at kapitalandelene er pantsat til fordel for et syndikat af ban-ker, som er repræsenteret af én bank i dens egenskab af *security agent*. Hvorvidt det er bankerne A, B og C eller bankerne X, Y, Z, der er panthavere, bør ikke have nogen be-tydning. Hertil kommer, at hverken hensy-nene til sikringsaktens prioritetskabende, offentliggørende eller rådighedsbegrænsen-de virkning synes at kunne berettige et krav om fuldstændig identifikation af samtlige panthavere.

Det ville være ganske indgribende, hvis sikringsakten indirekte ved SL skulle være ændret derved, at sikringsakten nok er un-derretning til selskabet, jf. SL § 65 (eller princippet heri), men at indholdet af denne underretning er undergivet nye indholds-mæssige krav, jf. SL § 53. Derved ville sikringsakten ganske vist ikke formelt være ændret, men i praksis ville der være tale om en ændring af væsentlig betydning for iagt-tagelse af sikringsakten. Da det er det cen-trale ledelsesorgan henholdsvis ejerbofsfø-deren, der skal vurdere om oplysningerne efter SL § 53 er tilstrækkelige, jf. afsnit 3.2, kan en sådan fortolkning endvidere være et brud med underretningens karakter af på-bud, da påbuddet binder modtageren ved fremkomsten. Der bør herved ikke være overladt modtageren noget skøn over, om sikringsakten er iagttaget korrekt.

Forholdet mellem underretning som sikringsakt og underretning som ordensfor-skrift skal på den baggrund formentlig for-stås således, at sikringsakten ved pantsæt-ning af kapitalandele, der ikke er udstedt gennem en værdipapircentral, eller for hvil-ke der ikke er udstedt negotiable ejerbevi-ser, fortsat er underretning til selskabet eller ejerbofsføreren, jf. afsnit 2.1 og 2.3. Denne underretning behøver *ikke* opfylde kravene i SL § 53, når blot den opfylder de alminde-lige indholdsmæssige krav til klarhed m.v., jf. afsnit 2.1. De krav, der følger af SL § 53 til underretning af selskabet om pantsæt-ninger, kan derfor ikke antages at udgøre en del af sikringsakten.

Bestemmelsen i SL § 53 må forstås så-ledes, at i det omfang, der som led i un-derretningen om pantsætningen anmodes om at pantet noteres i selskabets ejerbog, må un-derretningen opfylde visse indholdsmæs-sige krav før selskabet kan imødekomme en sådan anmodning, herunder kravet til do-kumentation af udenlandske panthavere. Derved får de nye bestemmelser i SL § 53 en afledt betydning for sikringsakten un-derretning, fordi panthavere normalt vil an-mode om at få pantet noteret i ejerbogen med henblik på at opnå de øvrige fordele, der er forbundet med en sådan notering, jf. afsnit 2.1. Ifølge denne fortolkning vil panthave-ren teoretisk set kunne underrette selskabet om pantsætningen uden ugrundet ophold efter pantsætningen er sket for at iagttage sin sikringsakt, og herefter inden to uger følge underretningen op med en meddelelse, som indeholder de i SL § 53 krævede oplysninger.

5. Sammenfatning

På trods af flere klassiske fortolkningspro-blemer i forbindelse med pantsætning af kapitalandele, der ikke er udstedt gennem

40. Kredsen af panthavere vil i et sådant tilfælde ofte skifte over tid, i takt med at bankerne helt eller delvis overdrager deres lånedelta-gelse til andre långivere.

en værdipapircentral, har SL ikke bragt klarhed. Loven forholder sig således til nogle, men ikke alle, tingsretlige aspekter, bl.a. kan man ikke læse ud af loven, hvordan en pantaver opnår tingslig beskyttelse mod pantsætters kreditorer ved pant i kapitalandele for hvilke der er udstedt negotiable ejerbeviser, jf. afsnit 2.2, ligesom loven ikke forholder sig til sikringsakten ved pant i kapitalandele for hvilke der er udstedt ikke-negotiable ejerbeviser, jf. afsnit 2.3. Den nylige modernisering af selskabslovgivningen havde været en god anledning til at afklare disse spørgsmål.

Den nye lov har endvidere som følge af bestemmelserne i SL §§ 52-53 skabt tvivl om, hvorvidt disse forskrifter er en del af sikringsakten, i det omfang denne er underretning til selskabet om pantsætningen. Fortolkningstvivlen giver anledning til visse problemer i praksis og kan have en række afledte virkninger for pantsætning af kapitalandele.

Det er afgørende, at reglerne om sikringsakter dels er effektive i forhold til det formål, de søger at tjene, dels er klare, så der ikke hersker tvivl om, hvilken sikringsakt der er den rette i en given situation, og hvordan den opfyldes. Reglerne bør ud fra en proportionalitetsbetragtning kun være så indgribende for erhvervslivet, som nødvendigt er af hensyn til formålet. Lovgivningen

bør derfor i videst muligt omfang søge at tage højde for den praktiske virkelighed og inden for de nævnte rammer søge at understøtte erhvervslivet. En fleksibel adgang til pantsætning af kapitalandele har indirekte betydning for adgangen til bankfinansiering, især for små og mellemstore virksomheder, som ofte mødes med krav om sikkerhedsstillelse.

I forbindelse med pantsætning af kapitalandele ville det være hensigtsmæssigt om de relevante bestemmelser i SL blev præciseret ved lovændring, navnlig for at afklare fortolkningstvivlen i SL §§ 52-53 og ikke mindst for at gøre op med tanken om, at SL § 53 skulle have nogen betydning for den materielle iagttagelse af sikringsakten. I samme forbindelse kunne det overvejes at inddrage praktiske overvejelser, herunder hvordan der skal forholdes, hvis der er (rigtig) mange pantavere, som det enten vil være administrativt byrdefuldt eller praktisk umuligt at identificere. Det kunne herved overvejes at skabe hjemmel for, at alene en repræsentant for pantaverne identificeres, f.eks. en *security agent* eller en *trustee*. Vigtigst er dog under alle omstændigheder, at der skabes klarhed om retstilstanden.