

# Panteret i selskabsandele mv.

af

*Anders Ørgaard*

## **1. Indledning**

Panteret er en klassisk juridisk disciplin. Som sådan har panteret gennem årene været behandlet i en række juridiske fremstillinger. Traditionelt har panteretten ikke været et område, der lovgivningsmæssigt har budt på store de store reformer. Nyskabelserne har været justeringer eller videreudbygning af bestående lovgivning. Dette er f.eks. tilfældet med ændringen af tinglysningslovens § 38 i 1982, og med indførelsen af Bil- og Personbogen i 1992. Ved en sidstnævnte ændring blev der indført et nyt kapitel 6a i tinglysningsloven vedrørende bilbogsaktiver, men der var tale om en overførelse af kendte principper. Denne sindighed er der dog nok ingen, som begræder, da hyppige ændringer ville kunne skabe retsusikkerhed – herunder intertemporalretlige problemer – eller retstab.

Det lidt stillestående billede af den tingsretlige lovgivning må dog modificeres på et enkelt område. Reglerne for sikkerhedsstillelse i værdipapirer har nemlig udviklet sig markant i de seneste godt 20 år. En række ændringerne har karakter af, at kendte principper justeres, hvilket delvis er båret af teknologiske fornyelser. Der foreligger imidlertid også ændringer af mere nyskabende karakter. I det følgende vil der blive søgt redegjort for reglerne om sikkerhedsstillelse i værdipapirer i form af ejerandele i selskaber. Her vil reglerne om sikkerhedsstillelse af interessentskabsandele, aktier og anparter blive belyst. For at få et mere fuldstændigt billede vil også reglerne om pantsætning af obligationer blive omtalt.

Artiklen vil i afsnit 2 blive indledt med et en gennemgang af nogle almindelige panteretlige principper. I afsnit 3 vil reglerne om pantsætning af interessentskabsandele blive omtalt. Herefter vil i afsnit 4 reglerne om pantsætning af aktier, anparter og obligationer blive undersøgt nærmere. Afsnit 5 indeholder reglerne om pantsætning af dematerialiserede aktiver. I afsnit 6 vil reglerne i sikkerhedsdirektivet blive berørt, og afsluttende vil reglerne kort blive søgt sammenfattet i afsnit 7.

## **2. Nogle panteretlige principper**

I dette afsnit vil nogle almindelige principper blive belyst. Der er tale om nogle grundlæggende spørgsmål. Det er i hovedsagen kun forhold af betydning for den senere fremstilling, der omtales.

En pantsætning stiftes ved aftale. Der kræves ikke formkrav iagttaget. Det kan således henvises til de almindelige aftaleretlige regler. For at sikkerhedsstillelsen

skal være virksom i forhold til pantsætterens aftaleerhververe eller kreditorer skal den som oftest sikres gennem sikringsakt. Denne sikringsakt kan være rådighedsberøvelse (håndpantsætning), registrering (underpantsætning) eller meddelelse (transport). Sikringsakten varierer efter hvilken type aktiv, der er tale om. Ved underpantsætning af løsøre, er sikringsakten tinglysning, jf. tinglysningslovens § 47, stk. 1. Ved simple fordringer er sikringsakten meddelelse til skyldneren, jf. gældsbrevslovens § 31, medens den for omsætningsgældsbreve i forhold til overdragerens kreditorer er rådighedsberøvelse, jf. gældsbrevslovens § 22. For fordringer er tinglysning udelukket som sikringsakt, jf. tinglysningslovens § 47, stk. 4.

For løsøres vedkommende er forbuddet mod flydende pant fastsat i tinglysningslovens § 47 b, stk. 1, hvorefter der ikke kan gives underpant i samlinger af ensartede eller til fælles brug bestemte ting, der betegnes ved almindelige benævnelser, medmindre andet følger af andre lovbestemmelser. Tinglysningslovens § 47 b, stk. 1, er en ugyldighedsregel, der indebærer, at pantsætningen er ugyldig mellem parterne.<sup>1</sup> Ved de pantsætningsformer, hvor sikringstakten er rådighedsberøvelse, er der ikke nogen tilsvarende begrænsning. Dette har naturligvis betydning for det klassiske håndpant, hvorefter f.eks. varelagerpantet i praksis flourer.

For fordringer findes ikke en bestemmelse som tinglysningslovens § 47 b, stk. 1. Der er således ikke noget forbud mod, at alle overdragerens udestående fordringer overdrages til panthaveren. For simple fordringer lægger kravet om sikringsakt i form af meddelelse efter gældsbrevslovens § 31 en praktisk hindring for, at sådanne aftaler skal respekteres af omverdenen.<sup>2</sup> En tilsvarende begrænsning sætter kravet om rådighedsberøvelse for omsætningsgældsbreve i gældsbrevslovens § 22.

Adgangen til at overdrage fremtidige fordringer er begrænset. Det foreliggende domsmateriale viser ikke et krystalklart billede, men visse grundsætninger kan dog udledes.<sup>3</sup> Pant i fremtidige fordringer kan således finde sted, hvis der er tale om en bestemt fordring, der kan beskrives klart og entydigt. Dette kan være tilfældet, hvis fordringen vedrører betaling for en bestemt ydelse – f.eks. fremstilling af en bestemt genstand. Her ud over er panteret i en fremtidig fordring blevet anerkendt, hvis pantsætteren og panthaveren ikke har mulighed for at vilkårligt at

---

<sup>1</sup> Jf. *Hans Willumsen*: Tinglysningsloven s. 442 og *Niels Ørgaard*: Sikkerhed i løsøre (3.udg) s. 32 f. En lignende bestemmelse, der angår fast ejendom, findes i tinglysningslovens § 10, hvorefter en panteret for at kunne tinglyses skal vedrøre en bestemt fast ejendom. Ideen i bestemmelsen er dog et andet end § 47 b, stk. 1, idet § 10 skal forhindre at en del af en fast ejendom pantsættes, medens den ikke er ment til at løse det noget upraktiske spørgsmål, om der kan ske underpantsætning af pantsætterens til enhver tid værende ejendomme. Dette udelukkes ikke af § 10, der derimod forhindrer tinglysning af et sådant pantebrev, hvilket i praksis er det samme.

<sup>2</sup> Jf. nærmere *Leif Heiselberg* i *Juridiske emner ved Syddansk Universitet* 2001 s. 56 ff.

<sup>3</sup> Jf. nærmere *Lasse Højlund Christensen*: *Fremtidige fordringer* s. 82 ff (navnlig s. 94 f)

påvirke pantets størrelse til skade for de øvrige kreditorer. Endvidere har praksis lagt væk på, at parterne – skønt de havde muligheden for at påvirke pantets størrelse – konkret har afholdt sig her fra.<sup>4</sup>

Går pantsætteren konkurs, vil pantesikkerheden kunne omstødes, hvis der er tale om panteret for allerede etableret gæld, hvis sikringsakten er foretaget senere end tre måneder før fristdagen, jf. konkurslovens § 70, stk. 1. Er der ved pantsætningen tale om en utilbørlig begunstiging af pantsætteren på de øvrige kreditorens bekostning, kan der endvidere omstødes, hvis pantsætteren var eller ved dispositionen blev insolvent, jf. konkurslovens § 74.<sup>5</sup> På nuværende tidspunkt er der ikke uden for konkursloven særlige omstødelsesregler møntet på pantsætning.

### 3. Sikkerhed i interessentskabsandele

Interessentskabet er i en vis forstand den enkleste selskabsform. Der er ikke nogen lov om interessentskaber, og der findes derfor ikke et avanceret sæt beskyttelsesregler, som det er tilfældet for aktieselskaber og anpartsselskaber. Pantsætning af interessentskabsandele må derfor følge almindelige grundsætninger.

Interessentskabet er et forretningsfællesskab, hvor interessenterne har indskudt virksomheden, der drives. Den enkelte interessent ejer ikke en del af den indskudte virksomhed, men derimod en nettoandel af interessentskabet. Ved beregning af denne andel trækkes gælden fra aktiverne, hvorved nettoandelen fremkommer. Den enkelte interessents nettoandel udgør herefter normalt den pågældendes ejerandel.

Det er i praksis næppe ualmindeligt, at en interessent anvender sin andel i interessentskabet som sikkerhedsstillelse. En sådan pantsætning af en interessentskabsandel blev forelagt Højesteret i U 1966.685. To sønner indtrådte i et interessentskab sammen med deres far, der hidtil havde ejet virksomheden alene. Herefter ejede de hver 1/3 af virksomheden. Som et led i handelen udstedte sønnerne hver sit løsørejerpantebrev i deres respektive tredjedel af interessentskabet til faderen. Disse to løsørejerpantebreve blev i overensstemmelse med de dagældende regler sendt til tinglysning ved sønnernes hjemting. Højesteretssagen drejede sig om det ene løsørejerpantebrev, der blev nægtet tinglyst.<sup>6</sup>

Løsørejerpantebrevet blev udstedt i sønnens »andel« i interessentskabet. Højesteret tiltrådte landsrettens afvisning af at tinglyse det. Kendelsen var konkret begrundet i, at udtrykket »andel« i løsørejerpantebrevet ikke var nøjagtig

---

<sup>4</sup> Se i tilsvarende retning U 1999.1783 H, hvor omstødelse efter konkurslovens § 70 blev båret af lignende betragtninger.

<sup>5</sup> I praksis bliver pantsætninger kun sjældent omstødt efter konkurslovens § 74.

<sup>6</sup> Det pantebrev, der blev udstedt af den anden søn, gik igennem tinglysningen – han boede i en anden retskreds.

nok. Det fremgår således af *P. Spleths* kommentar i U 1967B.57 f, at udtrykket i interessentskabsaftalen var anvendt såvel for bruttoandel som for nettoandel. Det pantsatte var altså for upræcist beskrevet. Kendelsen afsluttedes med noget, der minder om et obiter dictum. Højesteret bemærkede her, at stadfæstelsen kunne ske »uden at det bliver fornødent at komme ind på, hvilken betydning der i denne forbindelse kan tillægges bestemmelsen i tinglysningslovens § 47, stk. 4.«<sup>7</sup>

Dette temmelig klare vink får den underfundige kommentar med på vejen af *P. Spleth* a.st., at »Herefter synes, det spørgsmål at have været drøftet, om det, der søgtes pantsat, ikke nærmest måtte betragtes som en fordringsret, nemlig på krav af visse udbetalinger fra interessentskabet, således at underpantsætning ville være udelukket i medfør af tinglysningslovens § 47, stk. 4.« For den trods alt begrænsede læserskare til kommentarer til Højesterets kendelser om tinglysning må dette vel betegnes som en indlysende bemærkning. Det fremgår ganske klart af Højesterets obiter dictum, at retten tvivlede på, at der var tale om et aktiv, der kunne pantsættes efter løsrereglerne.

Herefter afsluttes kommentaren med en bemærkning om, at hvis »underpantsætning anses for udelukket, synes det tvivlsomt, om pantsætning overhovedet kunne ske, idet pantsætning efter gældsbrevslovens § 31 vistnok forudsætter, at skyldner og pantthaver ikke er væsentlig de samme personer, således som det her var tilfældet.« Det må være en rimelig antagelse, at slutsentensen her har haft en vis betydning. Der er jo ikke tvingende grunde til at kommentere konkret begrundede tinglysningsafgørelse som denne. En grund kunne være at komme med supplerende bemærkninger vedrørende det afgivne obiter dictum, men det afholder *P. Spleth* sig jo nærmest demonstrativt fra. Han kommer derimod med en udtalelse, der går et skridt længere ud end obiter dictum-udtalelsen i kendelsen.

Den juridiske teori har stort set taget U 1966.685 H til sig som en åbenbar fornuftig afgørelse.<sup>8</sup> Der er således blandt de fleste enighed om, at interessentskabsandele ikke kan pantsættes efter løsrereglerne, men at reglerne

---

<sup>7</sup> I FM 1991.57/2 afviste Vestre Landsret netop med henvisning til denne bestemmelse tinglysning af en interessents krav på nettoanpart i et interessentskab under henvisning til, at der var tale om en fordring, jf. *Erik Hørlyck: Interessentskaber og konsortier* (2. udg.) s 111. Bestemmelsen har været ændret flere gange. Den version, der var gældende ved kendelsen var fastsat ved lov nr. 176 af 29. april 1960.

<sup>8</sup> *Knud Illum* U 1970B.248 kritiserede – som led i en generel kritik af domsbegrundelser – afgørelsen for ikke klargøre, om der er tale om en konkret begrundet afgørelse eller en generel udtalelse om, at interessentskabsandele er uafgrænselige og derved ikke pantsætningsbare. Se hertil *P. Spleth* U 1970B.268, der bemærker, at det tydeligt skulle fremgå, at der er tale om en konkret begrundelse.

om transport i simple fordringer må benyttes.<sup>9</sup> Den afsluttende bemærkning i kommentaren har imidlertid skabt nogen usikkerhed.<sup>10</sup>

Den indvending teorien har imod *P. Spleths* afslutningsbemærkning er, at forholdet mellem den enkelte interessent og interessentskabet ikke bør forhindre, at interessenten optræder som pantsætter af interessentskabsandelen. Dette synspunkt har ingen modsagt – heller ikke *P. Spleth*. Det er nemlig ikke denne situation *P. Spleth* omtaler. I kommentaren sættes spørgsmålstejn ved, om der kan være for nær forbindelse mellem skyldneren (af fordringen) og *panthaveren* – ikke *pantsætteren*. Forholdet var jo det, at *panthaveren* (faderen) også var deltager i interessentskaber. Bemærkningen stiller her det spørgsmål, om meddelelseskrevet i gældsbrevslovens § 31 udelukker, at der kan gives transport i en fordring, hvor skyldneren selv er medskyldner, hvilket faderen jo i kraft af sin hæftelse i interessentskabet kunne være. Konsekvensen af en modsat opfattelse kunne være, at *panthaveren* skulle give meddelelse til sig selv.<sup>11</sup>

Når den fordring, der ønskes benyttet til sikkerhedsstillelse, er på den, der modtager sikkerheden, kaldes det pant i egen gæld (*pignus debiti*). Det er sædvanligvis antaget, at denne konstruktion er gyldig. Der er imidlertid ligeledes sædvanligt at antage, at her i realiteten er tale om en aftalt modregningsret og altså ikke en pantsætning, og at underretningskravet i gældsbrevslovens § 31 her er sat ud af kraft som meningsløst.<sup>12</sup> *P. Spleths* bemærkning kan næppe tages til indtægt for, at aftalt modregningsret ikke skulle være gyldig, og ej heller at der ikke kan gives transport i en interessentskabsandel.

U 1966.685 H må sammenholdt med *P. Spleth* i U 1967B.57 f forstås således, at udformningen af interessentskabskontrakten forhindrede Højesteret i at tage stilling til det principielle spørgsmål, om en interessentskabsandel kan pantsættes efter løsrereglerne. Højesteret var imidlertid af den opfattelse, at der var tale om

---

<sup>9</sup> Jf. *Nis Jul Clausen: Sikkerhed i fordringer* (3.udg.) s. 61 f og *Erik Hørlyck: Interessentskaber og konsortier* (2. udg.) s. 110 f, men anderledes *Knud Illum: Tingsret* (3.udg. ved *Vagn Carstensen*) s. 123, hvor det anføres, at andelen kan pantsættes efter både reglerne om løsrereglerne og reglerne om fordringer.

<sup>10</sup> *Erik Hørlyck: Interessentskaber og konsortier* (2.udg.) s. 111 anfører, at der ved pantsætning af ejerantebreve tillades, at der er sammenfald mellem debitor og kreditor, og at *Spleths* forudsætning om, at skyldner og pantsætter er væsentligt samme person, er forkert. Der følger herefter en redegørelse for, at interessentskabet ikke er identisk med den enkelte interessent. *Vagn Carstensen* og *Thomas Rørdam: Pant* (7.udg.) s. 322 note 14 er på samme linie, jf. også *Nis Jul Clausen: Sikkerhed i fordringer* (3.udg.) s. 61 f., der anfører, at det forhold, at der er et vist interesse- og personsammenfald mellem pantsætter (interessenten) og skyldner (Interessentskabet/interessenterne) næppe i sig selv kan udelukke denunciation som sikringsakt.

<sup>11</sup> Det er den almindelige antagelse, at meddelelsen kan stiles til interessentskabet, hvis et sådant er skyldner, jf. *Nis Jul Clausen: Sikkerhed i fordringer* (3.udg.) s. 82. I denne situation, hvor der er tale om en hæftelse på egenkapitalniveau, kan der ikke være en solidarisk hæftelse for interessenterne.

<sup>12</sup> Jf. U 1992.552 samt *Bernhard Gomard: Obligationsret 3. Del* (1993) s. 81 f og *Henry Ussing: Obligationsretten Almindelig Del* s. 351 f.

en fordringsret, og at tinglysningslovens § 47, stk. 4, derfor forhindrede tinglysning af løsøre pantebrevet. I den konkrete sag kunne der dog næppe ske en traditionel transport, da der var tale om pant i egen gæld eller en aftalt modregningsret, og derved ikke en fordringspant sætning. U 1966.685 H må derfor forstås således, at interessentskabsandele pantsættes som simple fordringer.

Den økonomiske værdi af pantsætning af interessentskabsandele kan udmønte sig på to måder. Den ene er løbende udlodninger fra interessentskabet til den enkelte interessent. Den anden er interessentens provenu ved interessentskabets ophør. De to hovedgrupper frembyder lidt forskellige problemer, der vil blive omtalt i det følgende.

De løbende udlodningerne udgør interessenternes andel af interessentskabets overskud. Det er ofte aftalt, at der sker a conto-udlodninger af det løbende overskud.<sup>13</sup> Selvom pantsætningen omfatter disse løbende udbetalinger fra interessentskabet, vil disse beløb i et normalt forløb blive betalt til pantsætteren – altså til interessenten. Det vil således i almindelighed være aftalt, at det først er ved interessentens misligholdelse af låneforholdet, at panthaveren kan realisere pantet, mens udbetalingerne indtil da går til interessenten. En sådan realisation må – i overensstemmelse med retsplejelovens 538a, stk. 3 – ske ved, at udlodningerne fra interessentskabet inddrives af panthaveren, efterhånden som de forfalder. I tilfælde af misligholdelse skulle panthaveren herefter forlange, at interessentskabet ikke længere udbetalte løbende til interessenten men i stedet til panthaveren.

Der består et gensidigt bebyrdende kontraktforhold mellem interessentskabet og den enkelte interessent. Ofte har interessenten en arbejdsforpligtelse eller andre forpligtelser over for interessentskabet. Interessentens udførelse af sin forpligtelse modsvarer af, at de nævnte udlodninger sker til interessenten fra interessentskabet. Kontraktforholdet mellem interessentskabet og den enkelte interessent kan føre til, at interessentskabet har en selvstændig interesse i at betale direkte til interessenten og altså ignorere pantsætningen. Dette er tilfældet, hvor interessentskabet er afhængig af, at interessenten fortærende lever op til sine forpligtelser over for interessentskabet. Dette vil typisk komme på tale, hvor interessenten skal levere en arbejdsindsats, der er nødvendig for interessentskabet. Eksempelvis kunne der være tale om et interessentskab af dyrlæger, hvor hver enkelt har et specielt felt, der alle skal dyrkes for, at virksomheden kan drives.

I tilfælde som dette findes en undtagelse fra den almindelige regel, hvorefter skyldneren skal respektere en transport af en fordring. Er der et særligt hensyn at tage til medkontrahenten i det løbende kontraktforhold, er denne således generelt ikke forpligtet til at respektere transporten, men der vil kunne betales direkte til

---

<sup>13</sup> Dette er i modsætning til, hvad der gælder for aktieselskaber, jf. aktieselskabslovens § 109, hvorefter udbyttebetaling som led i den almindelige drift kun kan ske på grundlag af den seneste godkendte årsrapport.

medkontrahenten.<sup>14</sup> For udlæg er dette lovfæstet med retsplejelovens § 511, stk. 3. Denne retstilstand må tilsvarende gælde for pantsætninger af interessentskabsandele. I tilfælde, hvor interessentskabet således har et behov for interessentens indsats, og denne indsats vil blive forringet ved betaling til andre end interessenten, må det derfor antages, at panthaverens ret må vige.<sup>15</sup> Det må derfor siges, at den sikkerhedsmæssige værdi af panteretten i de løbende udlodninger i disse situationer er begrænset.

Et ophør af interessentskabet kan finde sted på forskellig vis i overensstemmelse med de almindelige principper for ophør af løbende kontrakt- eller selskabsforhold. Der kan f.eks. være tale om, at driften i interessentskabet indstilles med likvidation til følge, eller at interessenten afhænder sin andel. Størrelsen af den afsluttende udlodning er afhængig af forskellige hovedfaktorer. En væsentlige faktor vil ofte være værdien af indskuddet i interessentskabet. Dette indskud bestemmes frit af interessenterne. Indskuddet kan ske ved etableringen af interessentskabet eller efterfølgende. Er der sket værdistigning eller værdifald på den indskudte virksomhed, vil interessentens afsluttende udlodning naturligvis også blive påvirket heraf. En yderligere faktor er indtjeningen i interessentskabet. Indtjeningen vil normalt være afhængig af, at interessenterne yder en arbejdsindsats. Endelig vil det spille ind, hvor store de løbende udlodninger har været til interessenterne.<sup>16</sup>

Som det kan konstateres, er der en række faktorer, der hver for sig kan påvirke den endelige udlodning fra interessentskabet. Det må betragtes som helt uforudsigeligt, hvor stor den endelige udlodning vil være, da de enkelte faktorer hele tiden vil variere. Sat på spidsen ændrer værdien af interessentskabet sig således sandsynligvis ofte fra den ene dag til den anden. Med andre ord er den afsluttende udlodning fra interessentskabet altså et beløb hvis størrelse, det er umuligt at forudse. Det kan samtidig konstateres, at hovedfaktorerne her for i vidt omfang frit kan påvirkes af interessenterne selv.

Pantsætning af en interessentskabsandel er som tidligere anført en pantsætning af en fordring. Da deltagelse i et interessentskab kan vare i årevis, er det ofte ganske uvist, hvornår denne fordring vil skulle betales. Der er derfor tale om pantsætning af en latent fordring.

Det er muligt at pantsætte latente fordringer.<sup>17</sup> Det må som ved pantsætning af fremtidige fordringer dog for det første nok kræves, at den pantsatte fordring kan beskrives klart og entydigt. Dette krav vil typisk være opfyldt ved pant i

---

<sup>14</sup> Jf. nærmere *Nis Jul Clausen: Sikkerhed i fordringer* (3.udg.) s. 12, *Peter Mortensen* i *Lærebog i Obligationsret II* s.47 ff, *Kristian Sindballe* i *Festskrift til Henry Ussing* s. 485 ff. og *Henry Ussing: Obligationsretten Almindelig Del* s. 234.

<sup>15</sup> Jf. *W. E. von Eyben: Formuerettigheder* s. 114.

<sup>16</sup> Se nærmere om muligheden for at påvirke disse forskellige størrelser *Noe Munck* i *Selskabsformerne* s. 73 ff.

<sup>17</sup> Jf. foran i punkt 2 om fremtidige fordringer.

interessentskabsandele. Det vil jo fremgå klart, hvilket interessentskab, der er tale om, og størrelsen af udlodningen vil følge interessentskabsaftalen eller de udfyldende regler. Den anden betingelse, der har været fremme, er, at pantsætteren ikke har mulighed for vilkårlig påvirkning af pantets størrelse. Her må det derimod siges, at pantsætningen kommer i risikogruppen af sikkerheder, der muligvis ikke skal respekteres af overdragerens kreditorer. Forholdet er jo, at pantsætteren i vidt omfang kan påvirke interessentskabets – og derved pantets – størrelse. Interessenten vil f.eks. kunne foreslå, at den løbende udlodning mindskes, eller at der foretages yderligere kapitalindsud, hvorved midler kan blive overført fra pantsætterens ubehæftede formue til pantet. Dette må naturligvis ske i forståelse med de øvrige interessenter, men da disse ikke nødvendigvis har nogen modstridende interesse med den enkelte interessents simple kreditorer, vil dette næppe være et effektivt værn for disse. Måtte selve muligheden for vilkårlighed ikke være tilstrækkelig for, at pantsætningen tilsidesættes, er der næppe tvivl om, at en faktisk begunstiging af panthaveren vil kunne tilsidesættes, hvis der rent faktisk er sket en bevidst forrykkelse i strid med det hidtidige forretningsmønster i interessentskabet. Det må derfor konkluderes, at den del af pantsætningen af interessentskabsandelen, der udgøres af sikkerheden i det afsluttende provenu, ikke med sikkerhed kan betegnes som holdbar i enhver situation.

I andre tilfælde har pantsætteren også mulighed for at påvirke pantets værdi. En sådan usikkerhed om omfanget af pantet har i sådanne tilfælde ført til et krav om kontrol fra panthaverens side. Dette gælder således eksempelvis ved konsignation.<sup>18</sup> Ligeledes gælder det ved håndpantet et varelager – det såkaldte nøglepant.<sup>19</sup> Som et sidste eksempel kan nævnes overdragelse af simple fordringer, hvor inkassobeføjelsen bliver hos overdrageren.<sup>20</sup>

#### **4. Sikkerhed i aktier anparter og obligationer**

Efter omtalen af den ulovregulerede sikkerhedsstillelse af interessentskabsandelene vil opmærksomheden blive rettet mod aktier. I nærværende afsnit vil reglerne om pantsætning af aktier blive gennemgået. Det er aktier, der er ikke er registreret i en værdipapircentral, der vil blive behandlet. Værdipapirer, der ikke fremtræder i fysisk form (dematerialiserede værdipapirer) omtales i afsnit 5. For fuldstændighedens skyld vil også reglerne om pantsætning af obligationer og anparter i anpartsselskaber blive omtalt.

---

<sup>18</sup> Jf. *Hans Viggo Godsk Pedersen* i *Juridiske emner ved Syddansk Universitet* 2001 s. 126 f.

<sup>19</sup> Jf. *Vagn Carstensen og Thomas Rørdam: Pant* (7.udg.) s. 298 ff.

<sup>20</sup> Jf. U 1956.444 H samt *Nis Jul Clausen: Sikkerhed i fordringer* (3.udg.) s. 77. Er der tale om en mellemregningskonto mellem selskabet og ejeren, vil tilsvarende synspunkter gøre sig gældende. Dette vil ligeledes være tilfældet, hvis der er tale om mellemregningskonti mellem et moderselskab og et datterselskab. Moderselskabet vil vilkårligt kunne påvirke mellemregningens størrelse, jf. *Paul Krüger Andersen: Studier i dansk koncernret* s. 601f.

#### 4.1. Obligationer

Tilvejebringelse af kapital gennem udstedelse af obligationer er sket i Danmark tilbage fra 1797. Obligationsudstedelse knyttes traditionelt sammen med finansiering af fast ejendom. I dagens Danmark er dette ikke længere det eneste område, hvor obligationer benyttes.<sup>21</sup>

Obligationer blev af kreditforeningerne traditionelt udstedt som omsætningsgældsbreve i form af ihændehaverpapirer, jf. gældsbrevslovens § 11, stk. 2, nr. 1.<sup>22</sup> Ved pantsætning eller anden sikkerhedsstilling indtræder kreditorbeskyttelsen derfor ved ihændehavelse af obligationen, jf. gældsbrevslovens § 22.

Hvis der er tale om en overdragelse, der ikke er til eje – altså typisk er et køb – udtaler gældsbrevsloven sig ikke om betingelserne for erhververens kreditorbeskyttelse. Det er derfor den almindelige udfyldningsregel, der regulerer forholdet.<sup>23</sup> Den almindelige udfyldningsregel kendes fra løsørekøberens beskyttelse i forhold til sælgerens kreditorer. Her er der tale om et af de punkter, hvor det antages, at sondringen mellem genuskøb og specieskøb har betydning. Specieskøberen anses således at være sikret helt fra aftaletidspunktet. Genuskøberens retsstilling er derimod lidt mere uklar. Det kan vel siges, at der må være sket en individualisering af ydelsen, men det nærmere indhold heraf er tvivlsomt, og har gennem årene været genstand for en til tider ret intens debat.<sup>24</sup>

Omsætningsbeskyttelsen – altså beskyttelsen i forhold til tidligere rettighedshavere – er reguleret i gældsbrevslovens § 14. Her skal gældsrevet være i erhververens besiddelse for at beskyttelsen indtræder.

#### 4.2 Aktier

Det springer straks i øjnene, at der i aktieselskabsloven er regler, der omhandler spørgsmålet om overgang af aktier. Dette har dog ikke ført til den overskuelighed, der i andre tilfælde har været resultatet af lovregulering. Det vil således næppe være forkert at hævde, at den, der ikke i forvejen er bekendt med retsstillingen, ikke vil være i stand til at udlede den alene ved hjælp af det skrevne regelsæt.

Efter aktieselskabslovens § 24 finder gældsbrevslovens § 14, stk. 1 og 2 anvendelse, ved aktiens overgang til eje eller pant, medmindre der i henhold til en bestemmelse i selskabets vedtægter er taget et utvetydigt og iøjnefaldende forbehold i aktiebrevet. I aktieselskabslovens § 25 b er det fastsat at overdragelse

---

<sup>21</sup> Jf. nærmere *Gert Bo Gram og Bent Mebus: Værdipapircentralen* s. 5 ff.

<sup>22</sup> *Preben Lyngsø: Gældsbrevsloven* s. 86 og *Peter Møgelvang-Hansen i Gældsbrevsloven* s. 75 f.

<sup>23</sup> Jf. *Peter Møgelvang-Hansen i Gældsbrevsloven med kommentarer* s. 150 og *Peter Mortensen: Lærebog i Obligationsret II* s. 97 ff. begge med yderligere henvisninger.

<sup>24</sup> Jf. *Vagn Carstensen: Ting og sager 1* s. 85 ff og *Michael Elmer og Lise Skovby: Ejendomsretten I* s. 51 ff. (s. 53 f. og 57).

til eje eller pant af en aktie, der ikke er udstedt gennem en værdipapircentral, eller for hvilken, der ikke er udstedt aktiebrev, ikke har gyldighed i forhold til overdragerens kreditorer, medmindre selskabet har modtaget meddelelse om overdragelsen. Samtidig fastsættes det, at en senere erhverver går forud for en tidligere erhverver, når selskabet først modtager underretning fra denne, og han var i god tro, da underretningen fremkom. Det fremgår, at den ene bestemmelse regulerer omsætningsbeskyttelsen (§ 24), og at den anden både regulerer omsætningsbeskyttelsen og kreditorbeskyttelsen (§ 25 b). De to bestemmelser omfatter ikke samtlige aktietyper, og de er således ikke komplementære, jf. nedenfor.

Aktieselskabslovens § 24 fandtes i aktieselskabsloven fra 1973, og den har eksisteret i uændret form siden. Bestemmelsen kan genfindes i samme form i 1930-aktieselskabslovens § 26, hvor den i 1938 blev indsat med næsten samme ordlyd som i dag. Dette fandt sted samtidig med indførelsen af gældsloven.<sup>25</sup> I generationen før (1915-aktieselskabsloven) fandtes der ikke en tilsvarende bestemmelse.<sup>26</sup> Der synes ikke at kunne spores nogle større ændringer i den måde, hvorpå reglen er blevet fortolket.<sup>27</sup> Bestemmelsen i § 25 b blev indført ved lov nr. 1060 af 23. december 1992 ved indførelse af regler for papirløse aktier.

Efter aktieselskabslovens § 24 er erhververen omsætningsbeskyttet ved ihændeavelsen, jf. gældslovens § 14. Det fremgår ikke af bestemmelsen, hvornår kreditorbeskyttelsen indtræder. Når aktieselskabslovens § 24 alene henviser til gældslovens § 14, ville det være nærliggende, at der dermed ikke var yderligere bestemmelser i loven, der er anvendelige. I modsat fald havde der vel i aktieselskabsloven været henvist generelt til gældslovens kapitel II (om omsætningsgældsbreve), eller været en generel udtalelse om, at aktier er omsætningspapirer eller i det mindste en henvisning til alle – eller dog blot flere af – de bestemmelse, der er gældende for aktier. Dette er ikke tilfældet, men der er imidlertid ingen tvivl om, at gældslovens § 22 ligeledes finder anvendelse for aktier (sammen med flere andre bestemmelser).<sup>28</sup> Ved pantsætning er det således for kreditorbeskyttelsen afgørende, at pantgiveren har aktierne i hænde, jf. U 1942.554. Dette fører samtidig til, at kreditorbeskyttelsen ved en overførsel

---

<sup>25</sup> Jf. *H. B. Krenchel: Håndbog i dansk aktieret* (2.udg. ved *Estrid Jacobsen*) s. 119.

<sup>26</sup> Det angives af *Fr. Vinding Kruse: Ejendomsretten* s. 1939, at sikringsakten for negotiable dokumenter, såsom aktier, var overgivelse eller påtegning på dokumentet, uanset om der var tale om et ihændeaverpapir.

<sup>27</sup> Se om tidligere fortolkninger f.eks. *Bernhard Gomard: Aktieselskabsret* (2. udg.) s. 212 ff. og *H. B. Krenchel: Håndbog i dansk aktieret* (2.udg. ved *Estrid Jacobsen*) s. 118 ff.

<sup>28</sup> Jf. *Paul Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret* (7. udg.) s. 172, *Søren Friis Hansen og Jens Valdemar Krenchel: Lærebog i selskabsret II* s. 109, *Ida Rosenberg, Lone Sneholt og Niels Thomsen: Aktieselskabsloven med kommentarer* (6.udg) s. 165 f. og *Erik Werlauff: Werlauff's kommenterede aktieselskabslov* (2. udg.) s. 44 og 169.

af aktier, der ikke er en pantsætning, følger de almindelige ulovbestemte regler. Herefter er erhververen i et specieskøb sikret fra aftaletidspunktet, mens det er mere uklart, hvornår beskyttelsen indtræder ved et genuskøb – altså f.eks. køb af en portefølje. Beskyttelsen indtræder her, når der er sket en ikke nærmere defineret individualisering af aktierne, jf. afsnit 4.1.

Aktieselskabslovens § 24 gælder efter sit eget indhold ikke, når der i henhold til vedtægterne er taget et utvetydigt og iøjnefaldende forbehold. Ud fra ordlyden er det ikke klart, hvad et sådant forbehold kan indeholde, idet det angives i lovbestemmelsen, at forbeholdet »f.eks.« kan lyde på, at aktien ikke er et omsætningspapir. Udtrykket »f.eks.« kunne lede til den tanke, at også andre forbehold kan bringe aktien ud af hovedreglen i § 24 og derved føre til, at gældslovens § 14 ikke er gældende. Dette kunne tænkes at være gældende ved indføjeelse af en omsætningsbegrænsning – f.eks. en forkøbsret efter § 19. Et sådant ræsonnement er imidlertid forkert, da der ikke er tvivl om, at bestemmelsen opererer med en ren sondring mellem negotiable og ikke-negotiable aktier. Udtrykkes »f.eks.« angiver, at det er tilladt med forskellige sproglige variationer, når det i aktiebrevet utvetydigt og iøjnefaldende fremgår, at der ikke er tale om et negotiablet papir.<sup>29</sup> Det må her erindres, at bestemmelsen var samtidig med gældsloven fra 1938, og at det således måske dengang var naturligt at markere, at den nye lov kunne fraviges ved forskellige formuleringer. I dag – så mange år efter – synes formuleringen dog at være misvisende. Aktieselskabslovens § 24 er imidlertid hjemmel for, at aktier i papirform som udgangspunkt er negotiable.<sup>30</sup>

Er der tale om en ikke-negotiable aktie, der eksisterer i papirform, er sikringsakten ikke beskrevet i aktieselskabsloven. Når der ikke er angivet en regel, er det den almindelige udfyldningsregel, som finder anvendelse. Spørgsmålet er herefter, hvad der er den almindelige udfyldningsregel her. Der synes at kunne være to mulige regler, og altså to mulige sikringsakter. Den ene er underretning om overdragelsen til selskabet i overensstemmelse med princippet i gældslovens § 31, stk. 1 og 2. Herved falder tilbage på den almindelige regel ved simple fordringer, som der er tale om her. Denne løsning harmonerer

---

<sup>29</sup> Jf. *H. B. Krenchel: Håndbog i dansk aktieret* (2.udg. ved *Estrid Jacobsen*) s. 119, hvor det hedder, at »Ethvert aktiebrev er et omsætningspapir (negotiablet), medmindre der i henhold til bestemmelse i selskabets vedtægter er taget utvetydigt og iøjnefaldende forbehold herom i selve aktiebrevet ved en påtegning som: »Ikke omsætningspapir«, »Ikke til ordre«, Ikke negotiablet«.

<sup>30</sup> Jf. *Paul Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret* (7. udg.) s. 169, *Bernhard Gomard: Aktieselskaber & anpartsselskaber* s. 145, *Søren Friis Hansen og Jens Valdemar Krenchel: Lærebog i selskabsret II* s. 101 f., *H. B. Krenchel: Håndbog i dansk aktieret* (2.udg. ved *Estrid Jacobsen*) s. 119 og *Ida Rosenberg, Lone Sneholt og Niels Thomsen: Aktieselskabsloven med kommentarer* (6. udg.) s. 165 f.

med retsstillingen for interessentskaber.<sup>31</sup> I teorien er det den almindelige opfattelse, at dette er udtryk for gældende ret.<sup>32</sup>

En anden løsning, der for ihændehaveraktier synes nærliggende, ville være at anvende analogien af gældsbrevslovens § 31, stk. 4. Herefter får overdragelsen gyldighed i forhold til overdragerens kreditorer ved ihændehavelsen, hvis gældsbrevets særlige beskaffenhed medfører, at skyldneren ikke frigøres ved betaling til andre end ihændehaveren. Denne regel er møntet på unegotiable ihændehaverpapirer, og bestemmelsen gælder analogt uden for gældsbrevslovens direkte anvendelsesområde.<sup>33</sup> Regelen synes at passe bedre på situationen, da 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.<sup>34</sup> For navneaktier, hvor udøvelsen af forvaltningsbeføjelser i øvrigt også er knyttet til notering i selskabet (aktieselskabslovens § 27), er det derimod nærliggende i overensstemmelse med hidtidig teori at opfatte underretning som sikringsakt.

Ved papirløse aktier, hvor der ikke er tale om dematerialiserede aktier, er sikringsakten underretning til selskabet, jf. aktieselskabslovens § 25 b. Det samme gælder anparter i anpartsselskabet, jf. anpartsselskabslovens § 18. Dette gælder uanset om der er udstedt fysiske anparter.

## 5. Sikkerhed i dematerialiserede aktiver

### 5. 1 Historik og overblik

Dematerialiserede aktiver er værdipapirer, der ikke findes i fysisk form. Her er således tale om aktiver, som giver sig til kende gennem EDB-registrering. I dette afsnit vil reglerne herom blive gennemgået.

Da den tekniske verden var parat til elektronisk registrerede værdipapirer, kunne de eksisterende regler i gældsbrevsloven og aktieselskabsloven ikke dække lovreguleringsbehovet. Dette førte til værdipapircentralloven, der trådte i kraft den 1. juli 1980. Sammen med den samtidige registreringsbekendtgørelse blev nye regler om sikkerhed i fondsaktiver introduceret. Det nye system blev i 1983 sat i gang. I begyndelsen omfattede systemet udelukkende obligationer.<sup>35</sup> I 1988 kom aktier også med, og en ny pantsætningsmetode for aktier var herefter født.

---

<sup>31</sup> Jf. foran i afsnit 3.

<sup>32</sup> Jf. *Paul Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret* (7. udg.) s. 172 f., *Søren Friis Hansen og Jens Valdemar Krenchel: Lærebog i selskabsret II* s. 107, *Erik Werlauff: Selskabsret* (4. udg.) s. 271 f.

<sup>33</sup> Jf. *Bernhard Gomard: Obligationsret 3. Del* s. 84 og *Niels Ørgaard i Gældsbrevsloven* s. 193 f. og 210.

<sup>34</sup> Det anføres da også af *Erik Werlauff: Selskabsret* s. 272, at underretningskravet som sikringsakt er en løsning, »som muligvis vil kunne overraske nogle, der antager at ihændehavelse af selve aktiebrevet skulle være tilstrækkeligt til at skabe tinglig beskyttelse«.

<sup>35</sup> Jf. *Gert Bo Gram og Bent Mebus: Værdipapircentralen* s. 35 (hvor loven med bekendtgørelser er trykt som bilag) og i øvrigt med historisk rids s. 17 ff.

Reglerne forblev uændrede efter den såkaldte børsreform I i 1987, idet værdipapircentralloven ikke blev berørt på dette punkt. I forbindelse med børsreform II i 1996 blev reglerne i stort set uændret skikkelse overført til den nye værdipapirhandelslov. De sikkerhedsretlige regler blev dog suppleret med regler, der skulle lette sikkerhedsstillelse i forbindelse med Nationalbankens og pengeinstitutternes omsætning af værdipapirer. Det er disse regler, der fortsat råder i dag.<sup>36</sup>

Det er en værdipapircentral, der registrerer de dematerialiserede aktiver og de forskellige rettigheder heri. Aktiverne kan være aktier og obligationer. Registrering af rettigheder finder sted på basis af anmeldelser fra de institutter, der fører konti hos værdipapircentralen. Når f.eks. en panteret aftales oplyses dette altså over for et kontoførende institut, der herefter rapporterer videre til værdipapircentralen. I værdipapircentralen finder den endelige prøvelse sted, hvorefter rettigheden kan registreres. Prøvelsen er en ren formel prøvelse.<sup>37</sup>

Snittet i systemet er anderledes i forhold til de tidligere regler, hvilket afspejler nutidens sikkerhedsmæssige behov. Den ene type regler vedrører det, der her kaldes registreret pant. Den anden form kan kaldes automatisk pant.

### 5. 2 Registreret pant

Ved registreret pant forstås her sikkerhedsstillelse, hvor bestemte fondsaktiver stilles til sikkerhed efter samme principper som ethvert andet aktiv. Det vil således typisk være en sikkerhedsstillelse til et pengeinstitut for et lån eller en kredit. Reglerne om registreret pant findes i værdipapirhandelslovens kapitel 22.

Efter værdipapirhandelslovens § 66, stk. 1, skal rettigheder over fondsaktiver registreres for at opnå kreditor- og omsætningsbeskyttelse. Efter bestemmelsens stk. 2 skal den aftale eller retsaffølgning, der skal fortrænge en ikke registreret ret, selv være registreret, og aftaleerhververen være i god tro ved anmeldelsen til det kontoførende institut. Reglen er således modelleret over tinglysningslovens § 1 om underpant i fast ejendom.

For aktier og obligationer er der herved tilføjet endnu en måde en gruppe af disse aktiver kan pantsættes med tilhørende sikringsakt. Hvor sikringsakten således hidtil kunne være rådighedsberøvelse eller meddelelse, kan den nu også være registrering – afhængig af, hvorledes aktivet fremtræder. Frem for det hidtidige flerstrengede system, har den nu indførte model den fordel, at der gælder samme regler for alle dematerialiserede aktiver, og der er således ikke flere parallelle regelsystemer. Det kan samtidig bemærkes, at der ikke længere er tale om transport af rettigheden eller håndpant men derimod tale om underpant. Ved sikkerhedsstillelse af depotet kan der dog opstå en situation, der har karakter af håndpant. Herved bliver ændringer i depotet lettere at styre sikkerhedsmæssigt.

---

<sup>36</sup> Jf. nærmere om den historiske udvikling *Nis Jul Clausen* i Børsretten s. 11 ff.

<sup>37</sup> Jf. *Nis Jul Clausen* i Børsretten s. 122 ff.

Der behøves nemlig ikke at foretages en ny registrering hver gang der skiftes ud i depotet.<sup>38</sup>

### 5.3 Automatisk pant

Ved automatisk pant forstås her en sikkerhedsstillelse i forbindelse med overdragelse af dematerialiserede aktiver. Her kan det aftales, at en portefølje sikrer lån til brug for erhvervelse af forskellige finansielle produkter – afvikling af værdipapirhandel. Automatisk pant er reguleret i værdipapirhandelslovens § 55. For overskuelighedens skyld medtages også her bestemmelsen i værdipapirhandelslovens § 72.

En grundlæggende idé i automatisk pant er, at de værdier, der handles, virker som sikkerhedsstillelse for værdipapirhandler, der finder sted. Når sælgeren er et kontoførende institut, kan adkomsten til værdipapirene efter værdipapirhandelslovens § 72 gøres betinget af betaling. Herved gøres registreringen på køberens konto betinget af, at betalingen finder sted. Dette betalingsforbehold bortfalder, medmindre sælgeren gør det gældende senest dagen efter afviklingsdagen inden kl.17.30.<sup>39</sup>

Indholdet i bestemmelsen er altså, at sælgeren, hvis betalingen ikke sker samme dag som afviklingen af værdipapirerne, kan gøre en ejendomsret gældende i det solgte. Dette skal dog ske straks. Her er der altså tale om et lovbestemt kontantforbehold. Kontantforbehold kendes fra løsørekøb. Herefter har sælgeren en ulovbestemt ret til i en begrænset periode at kræve salgsgenstanden tilbageleveret, hvis købesummen i et kontantkøb ikke præsteres.<sup>40</sup> Ved den direkte hjemmel slipper parterne for at lægge deres retsstilling an på det ulovbestemte kontantforbehold. Forskellen på betalingsforbeholdet og det klassiske kontantforbehold er for det første, at der som nævnt er en lovbestemt tidsfrist for at gøre betalingsforbeholdet i værdipapirhandelslovens § 72 gældende. Det ulovbestemte kontantforbehold siges at skulle gøres gældende hurtigt. En frist på ca. 14 dage er nok realistisk, men der foreligger ikke en fast retspraksis.<sup>41</sup> En anden forskel er, at betalingsforbeholdet kan gøres gældende over for en senere erhverver af fondsaktiverne. Det traditionelle kontantforbehold kan sandsynligvis ikke gøres

---

<sup>38</sup> Jf. nærmere *Lennart Lynge Andersen og Erik Werlauff* U 2001B.77 ff.

<sup>39</sup> Jf. bekendtgørelse nr. 1032 af 5. december 1996 § 2. En tilsvarende bestemmelse fandtes i værdipapircentralloven § 13 a.

<sup>40</sup> Jf. *Vagn Carstensen*: Ting og sager 1 s. 17 ff. og *Michael Elmer og Lise Skovby*: Ejendomsretten I s. 119 ff.

<sup>41</sup> Jf. *Michael Elmer og Lise Skovby*: Ejendomsretten I s. 121 med nærmere henvisninger til retspraksis.

gældende ved salg til en forhandler på grund af den såkaldte forhandlergrundsætning.<sup>42</sup>

Det viste sig imidlertid, at brugen af betalingsforbehold ikke var hensigtsmæssig i forholdet mellem pengeinstitutter indbyrdes og Nationalbanken. De virkede hæmmende på handelen. Dette skyldtes, at aktiverne ikke kunne videresælges med samme afviklingstidspunkt, som de var købt.<sup>43</sup> For at afbøde dette kom værdipapirhandelslovens § 55 på scenen. Reglerne i stk. 1-3 vedrører udelukkende forholdet mellem clearingdeltagere. Bestemmelsen blev indført ved Børsreform II. Reglen skulle således give mulighed for at smidiggøre sikkerhedsmuligheden i forhold til den mere primitive bestemmelse om betalingsforbehold.<sup>44</sup>

Ideen i bestemmelsen er, at de fondsaktiver, der er placeret i bestemte depoter i clearingpapircentralen kan ligge til sikkerhed for den gæld, de enkelte clearingdeltagere kan få over for clearingcentralen eller andre clearingdeltagere. Herved vil handelen kunne kontrolleres således, at insolvensrisikoen for den enkelte deltager konstant er afdækket af deltagerens fondsaktiver placeret i depoter hos clearingcentralen.

Værdipapirhandelslovens § 55, stk. 1-3, hjemler en pantet. Pantet består af de aktiver, der befinder sig i bestemte depoter. Disse depoter ligger til sikkerhed for lån eller kreditter, som er optaget til afvikling af handel med dematerialiserede aktiver. Bestemmelsens stk. 1-3 er skåret over samme læst, og har stort set samme indhold. Forskellen er, hvem sikkerheden kan stilles til fordel for. Sikkerheden kan således stilles til fordel for clearingdeltager eller clearingcentral (stk. 1), et betalingssystem eller en deltager i betalingssystem (stk. 2) eller Nationalbanken (stk. 3). Pantsætteren er en deltager i et clearing- eller betalingssystem.

Bestemmelsen i § 55, stk. 5, har betydning i forholdet mellem en clearingdeltager og en udenforstående. Efter bestemmelsen gives der mulighed for en pantet i nettotilgangen i, når en clearingdeltager har betalt for en andens erhvervelse. Herefter har clearingcentralen, hvis den har betalt for erhvervelse af fondsaktiver pant for betalingen i de pågældende fondsaktiver uanset forudgående aftale. Værdipapircentralen må dog respektere samtidige videresalg, som den tidligere har accepteret. Clearingdeltageren vil her vel normalt handle i eget navn, og hans position minder derfor om en mellemmands. Retsstillingen kan sammenlignes med kommissionslovens § 35, hvorefter

---

<sup>42</sup> Forhandlergrundsætningen er nærmere beskrevet af f.eks. *Peter Blok* i Festskrift til Bernhard Gomard s. 47 ff. med yderligere henvisninger.

<sup>43</sup> Jf. nærmere bet. 1290 bind 4 s. 74.

<sup>44</sup> Jf. nærmere bet. 1290 bind 4 s. 74 f. samt *Nis Jul Clausen*: Sikkerhed i fordringer (3.udg.) s. 133 ff.

indkøbskommissionæren også mister sin panteret (efter § 36) i det solgte ved videresalg.<sup>45</sup>

## 6. Collateraldirektivet

Direktiv 2002/47/EF af 6. juni 2002 om aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse kodificerer en række forhold, der hidtil har haft karakter af praksis i markedet, og som i nogen lande var lovreguleret. Direktivet fjerner således en usikkerhed ved at fastlægge reglerne. For dansk vedkommende er det i hovedsagen direktivets begrænsning i muligheden for omstødelse af pant efter objektive regler, der er nyskabende. Direktivet skal være implementeret senest 27. december 2003. Direktivet vil blive kort omtalt i det følgende.

Det er i nogen grad op til de enkelte medlemslande at fastsætte, hvilke parter direktivet skal gælde for. Både pantnaver og pantsætter skal som udgangspunkt være offentlige myndigheder, visse offentlige organer, centralbanker, en række finansielle institutioner, der er underlagt tilsyn samt nogle nærmere definerede institutter, jf. nærmere artikel 1, stk. 2, litra a-d. Efter artikel 1, stk. 2, litra e, er en juridisk person, herunder ikke-registrerede virksomheder og interessentskaber omfattet, forudsat, at den anden part er en institution som defineret i artikel 1, stk. 2, litra a-d. Efter denne bestemmelse vil direktivet altså have et ret bredt anvendelsesområde. Det enkelte medlemsland kan dog bestemme, at artikel 1, stk. 2, litra e, ikke er gældende, jf. artikel 1, stk. 3. I så fald vil direktivet kun gælde i forholdet mellem de finansielle markedsdeltagere.

At sikkerhedsstilleren (pantsætter) har ret til at ombytte sikkerheden med andre fondsaktiver eller til at tilbagekalde en oversikkerhed, fører ikke til, at sikkerhedsstillelsen ikke længere er kreditor- og omsætningsbeskyttet, jf. artikel 2, stk. 2, 2. pkt. Ligeledes er der i artikel 5 fastsat nærmere betingelser for sikkerhedshaverens brugsret til sikkerheden.

I artikel 3, stk. 1, er det fastsat, at aftalen om finansiel sikkerhedsstillelser gyldighed ikke må være betinget af, at der udføres en »formel handling«. Reglen skal sikre, at den eneste sikringsakt, som kan kræve, er at sikkerheden leveres, overdrages, besiddes, registreres eller på tilsvarende vis bringes i sikkerhedshaverens eller dennes repræsentants kontrol.<sup>46</sup> Den omtalte registrering kan ikke være en formel handling eller en særlig form for registrering hos et officielt eller offentligt organ eller registrering i et offentligt register. Bestemmelsen udelukker ikke sædvanlige sikringsakter såsom registrering i en værdipapircentral, og har derfor ikke betydning i Danmark.<sup>47</sup>

---

<sup>45</sup> Jf. nærmere Udkast til Lov om Kommission m.v. s. 51.

<sup>46</sup> Jf. punkt 9 i bemærkningerne til direktivet.

<sup>47</sup> Jf. punkt 10 i bemærkningerne til direktivet.

Endelig indeholder direktivet særlige begrænsninger i omstødelsesreglerne i artikel 8. Reglen er møntet på to situationer.<sup>48</sup> Den ene er sædvanlige aftaler om supplerende sikkerhedsstillelse, jf. artikel 8, stk. 3, litra a. Sådanne aftaler indebærer, at sikkerhedshaveren kan være berettiget til at forlange yderligere sikkerhed, hvis sikkerheden i engagementet forringes. Der kan f.eks. være tale om, at parterne har indgået en terminsaftale, hvor en af parterne på grund af ændringer i markedet ifølge forudgående aftale dækker sig af med supplerende sikkerhed.<sup>49</sup>

Den anden situation er ombytning af en bestående sikkerhed med en ny sikkerhed af samme værdi, jf. artikel 8, stk. 3, litra b. En sådan ombytning er ikke omstødelig efter direktivet, og det er den heller ikke i dag efter konkurslovens § 70, stk. 1. Der sker således ikke nogen ændring på dette punkt.<sup>50</sup>

Artikel 8 hindrer ikke omstødelse i efter omstødelsesregler, når sikkerhedsstillelsen er »sket med det formål at stille andre kreditorer dårligere«. Her kan f.eks. være tale om svig eller tilsvarende tilfælde.<sup>51</sup> Det er derfor nærliggende at antage, at direktivet derved ikke hindrer omstødelse efter konkurslovens § 74.<sup>52</sup>

## 7. Sammenfatning

Reglerne om sikkerhedsstillelse i ejerandele eller selskabsandele varierer fra selskabstype til selskabstype. Inden for de enkelte selskabstyper findes der imidlertid også forskellige variationer. I enkelte tilfælde kan det måske være tvivlsomt, hvilken værdi sikkerheden har, eller hvad der er sikringsakt.

Sikringsakten kan være underretning, rådgighedsberøvelse og registrering. Sikringsakten er blevet nemmere at håndtere jo mere avanceret selskabet er, og jo mere markedet har vist behov for omsættelighed. Udviklingen er gået fra underretning (interessentskaber, anpartsselskaber og visse aktieselskaber) til rådgighedsberøvelse (visse aktieselskaber) og videre til registrering (dematerialiserende aktier).

---

<sup>48</sup> Jf. punkt 16 i bemærkningerne til direktivet.

<sup>49</sup> Der kan f.eks. være tale om, at A og B den 1. februar indgår en aftale om køb af USD for EURO til levering 1. april. A skal levere USD mod B's levering af EURO. Den 1. februar fastsættes således prisen. Da den vil svare til det aktuelle kursniveau er værdien af aftalen 0 kr. på aftaleindgåelsestidspunktet. Efterfølgende kursudsving vil føre til, at aftalen får værdi. Er kursen på USD steget i forhold til EURO vil kontrakten have en positiv værdi for B og en tilsvarende negativ værdi for A. B's risiko for, at A ikke kan levere vil han herved kunne dække af med supplerende sikkerhed, hvis der foreligger en oprindelig aftale herom.

<sup>50</sup> Jf. *Konkursret* (8.udg.) s. 103 med nærmere henvisninger.

<sup>51</sup> Jf. punkt 16 i bemærkningerne til direktivet.

<sup>52</sup> Det kan imidlertid nok være tvivlsomt, om øvrige ikke-objektive regler om omstødelse kan være gældende.

I den senere tid er sikringsmulighederne for fondsaktiver, herunder aktier, blevet mere og mere komplekse. De nugældende regler fra Børsreform II har især indført et sofistikeret sikkerhedssystem vedrørende afvikling af værdipapirhandel. Disse regler er blevet videreudviklet med sikkerhedsdirektivet, hvor der bl.a. er lovfæstet begrænsninger i de almindelige omstødsregler.