

Aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse med særlig fokus på vilkår om brugsret og straksrealisation

Af SØREN HOLGER ØRUM KOPP

Afhandlingen skitserer kort baggrunden for udviklingen i og formålet med de retlige regler om finansiel sikkerhedsstillelse i værdipapirhandelslovens kapitel 18 a. I erkendelse af at anvendelsesområdet for kapitlet er begrænset til aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse, er afhandlingen i høj grad fokuseret på at foretage en grundig gennemgang af de enkelte betingelser, der er en forudsætning for, at der er tale om en sådan aftale. Dernæst foretages en nærmere analyse af bestemmelserne om brugsret, jf. VPHL § 58 g, og straksrealisation, jf. VPHL 58 j. Derudover er specialet suppleret med oplysninger indhentet dels fra Værdipapircentralen A/S og dels fra Finansrådet. Det konkluderes, at lovgiver har fraveget det almindelige princip i dansk ret om "realitet frem for formalitet" ved at indsætte en direkte lovhjemmel herfor for så vidt angår overdragelser af sikkerhed til eje. Derudover påpeges det tillige, at lovgiver, når der er tale om overdragelse af sikkerhed i form af pantsætning med brugsret, synes at have prisgivet det almindelige princip om "realitet frem for formalitet" angiveligt som en følge af Værdipapircentralens manglende registreringsmulighed. Derudover stilles der spørgsmålstejn ved, om lovgiver har foretaget en korrekt implementering af collateral-direktivet dels for så vidt angår det manglende skriftlighedskrav til selve sikkerhedsstillelsen og dels for så vidt angår spørgsmålet om, hvorvidt ikke-børsnoterede pengemarkedsinstrumenter kan indgå i en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse.

1. INDLEDNING	3
2. BAGGRUNDEN FOR, UDVIKLINGEN I, OG FORMÅLET MED DE RETLIGE REGLER OM FINANSIEL SIKKERHEDSSTILLELSE.....	4
2.1 Det internationale og EU-retlige perspektiv	4
2.2 Udviklingen, formålet og implementeringen af de danske regler om finansiel sikkerhedsstillelse og slutafregning m.v.	6
3. VPHL KAP 18 A, AFTALER OM FINANSIEL SIKKER- HEDSSTILLELSE OG SLUTAFREGNING M.V.	8
3.1 Indledning	8

3.2 Afgrænsning af anvendelsesområdet for bestemmelserne i VPHL kap 18 a og plan for nærværende fremstilling	8
3.2.1 <i>Beviskravet om skriftlighed eller lignende dokumentation</i>	9
3.2.2 <i>Aftalens parter, hvor mange parter kan indgå i en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse</i>	11
3.2.2.1 <i>Hvilken personkreds kan indgå en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse.....</i>	13
3.2.2.2 <i>Hvem kan være medkontrahent i en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse.....</i>	15
3.2.2.3 <i>Kort om aftaler om slutafregning og løbende netting, der ikke er del af en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse</i>	17
3.2.3 <i>Hvilke fordringer kan der stilles sikkerhed for i en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse</i>	18
3.2.3.1 <i>Begge parter omfattet af VPHL § 58 b, stk. 1, nr. 1-5 eller én er omfattet heraf og den anden af VPHL § 58 b, stk. 1, nr. 6</i>	19
3.2.3.1.1 <i>Nærmere om kontant afregning som finansiel forpligtelse .</i>	19
3.2.3.1.2 <i>Nærmere om værdipapirer som finansiel forpligtelse.....</i>	21
3.2.3.2 <i>Begge parter er omfattet af VPHL § 58 b, stk. 1, nr. 6</i>	25
3.2.4 <i>Hvilke fordringer kan der stilles sikkerhed med i en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse</i>	26
3.2.4.1 <i>Nærmere om sikkerhedsstillelse med kontoindeståender</i>	26
3.2.4.2 <i>Nærmere om sikkerhedsstillelse med værdipapirer omfattet af VPHL § 2, stk. 1, nr. 1-5.....</i>	27
3.2.5 <i>Generelt om klassificeringen af aftaler om overdragelser til eje og overdragelse til sikkerhed</i>	28
4. BRUGSRET.....	31
5. STRAKSREALISATION.....	36
6. KONKLUSION	39
LITTERATURFORTEGNELSE.....	41

1. Indledning

Bestemmelserne om finansiel sikkerhedsstillelse, slutafregning mv. fremgår af værdipapirhandelslovens¹ (VPHL) kap 18 a. Bestemmelserne, der i høj grad dels er omfattende, komplicerede og svært tilgængelige og dels indebærer nogle væsentlige nydannelser i dansk ret, ses endnu ikke at have været gjort til genstand for en samlet juridisk fremstilling. Denne tilbageholdenhed kan undre, da bestemmelserne må vurderes til generelt at få meget stor fremtidig praktisk finansieringsmæssig betydning for dansk erhvervsliv – bestemmelsernes kreditretlige betydning i forholdet mellem banker og erhvervsvirksomheder bør således ikke undervurderes. Det bør bemærkes, at retstvister vedrørende bestemmelserne i VPHL kap 18 a endnu ikke har været forelagt domstolene. Motiveret af disse forhold er specialets primære sigte at foretage en grundig gennemgang af de enkelte præmisser, der er en forudsætning for, at der er tale om en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse. Dette er absolut nødvendigt, da anvendelsen af bestemmelserne i VPHL kap 18 a kun kan benyttes, såfremt der er tale om en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse. Derudover behandles grundigt det bevisskrav om skriftlighed eller lignende dokumentation, der opstilles vedrørende disse aftaler. Dernæst er de aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse, der indeholder bestemmelser om dels brugsret, der indebærer en nydannelse i dansk ret, og dels straksrealisation, der skønnes at være at meget stor praktisk relevans, udvalgt til særskilt belysning. Derudover vil reglerne om slutafregning og løbende netting blive omtalt overordnet og løbende for at klarificere visse udviklinger og problemstillinger. Derimod har reglerne om specialets begrænsede omfang ikke tilladt, at jeg i nærværende fremstilling tillige har kunnet behandle reglerne om supplerende sikkerhedsstillelse eller substitutionsret indgående.

I erkendelse af at selve regelkomplekset i VPHL kap 18 a er meget kompliceret og abstrakt, vil specialet blive suppleret af Finansrådets udkast til standardvilkår og kommentar vedrørende aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse (fremover Finansrådets standardvilkår/kommentar). Derudover indeholder specialet tillige en beskrivelse af de praktiske problemer, der knytter sig til registreringen af en brugsret til sikkerheder stillet i form af pant i Værdipapircentralen A/S (fremover VP). Disse oplysninger er indhentet gennem telefonisk kontakt til VP.

¹ Jf. Lovbekg nr. 843 af 7. september 2005 om værdipapirhandel m.v. Det bemærkes, at specialet er indgivet inden den nyeste lovbekg. nr. 479 af 1. juni 2006.

2. Baggrunden for, udviklingen i, og formålet med de retlige regler om finansiel sikkerhedsstillelse

2.1 Det internationale og EU-retlige perspektiv

De seneste årtier har væksten i de finansielle markeder været stor. Således har navnlig den stigende globalisering afstedkommet en stigning i antallet af finansielle transaktioner, som f.eks. køb og salg af bl.a. valuta og værdipapirer mellem markedsdeltagerne indbyrdes. Der er i takt med denne udvikling opstået et stigende behov for, at de finansielle aktører kan afdække de risici, som de involverede beløbs størrelse frembyder med forskellige former for sikkerheder. Det er f.eks. navnlig den øgede kreditrisiko ved, at en af parterne ikke fuldt ud kan opfylde en aftale på grund af konkurs, akkord eller lignende, som de finansielle aktører har forsøgt at afdække gennem aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse.

Den stigende internationalisering af de finansielle markeder, som globaliseringen har medført, har imidlertid ikke alene begrænset sig til en kvantitativ forøgelse i antallet og størrelsen af de finansielle transaktioner. Internationaliseringen har tillige medført, at de finansielle aktører oftere og oftere er undergivet forskellige jurisdiktioner. De finansielle aktører får herved en voksende risiko på modparter, som i kraft af transaktionernes grænseoverskridende element oftere og oftere befinder sig i et andet land og dermed er undergivet anden lovgivning. Dette har i betydelig grad vanskeliggjort sikkerhedsstillelsen for de finansielle aktører, da reglerne om pant og overdragelse af ejendomsret og insolvenslovgivning selvsagt langt fra er ens i alle lande. Dertil kommer, at reglerne ikke oprindeligt er tænkt at finde anvendelse i moderne finansielle forhold, men derimod er tiltænkt simple aftaler om lån mod sikkerhed. I finansielle forhold er forretningerne derimod typisk meget komplekse, af ofte kort varighed samt karakteriseret ved, at parternes mellemværende kan skifte karakter og størrelse fra dag til dag.² Den faktiske udvikling har således medført juridiske problemstillinger og praktiske forhindringer, hvis aktualitet og løsning i takt med udviklingen er blevet mere og mere presserende.

I et forsøg på at overkomme disse juridiske og praktiske problemer har de finansielle aktører selv forsøgt at udvikle en række nye produkter med indbygget sikkerhed for at sikre, at sikkerhedsstillelse kan gennemføres hurtigt og omkostningseffektivt.³ De nye produkter indeholder også ofte en mulighed for, at de finansielle aktører kan udligne rettighederne (de indbyggede sikkerheder) og forpligtelserne imod hinanden ved enten *slutafregning* eller *løbende netting*.⁴ De finansielle aktørers stigende brug af disse nye finansielle produkter med indbygget sikkerhed – de såkaldte rammeaftaler (masteragreements)

² Jf. Rapporten, pkt. 3.1, s. 13, jf. note 22.

³ I Finansrådet standardaftale pkt. 1.1 er visse af disse nævnt, hvortil der henvises.

⁴ Om forskellen mellem disse to ordninger, se *U. R. Bang-Pedersen*, s. 7f.

om finansiel sikkerhedsstillelse (collateral⁵), der navnlig siden indførelsen af Euroen har fundet sted indenfor det, der i dag udgør EU, har medført, at løsningen af de juridiske og praktiske problemer ikke længere kan eller bør overlades til de finansielle aktører og de finansielle markeder selv. Dertil er de involverede beløb og de finansielle markeds betydning for den økonomiske udvikling i regionen blevet for stor. Således er behovet for sikkerhed for, at en modpart opfylder sine forpligtelser af betydning – ikke blot for den enkelte finansielle aktør og det finansielle marked som helhed – men tillige for at sikre stabilitet og økonomisk vækst i den overordnede regionale økonomi og verdensøkonomi, hvilket senest blev illustreret af den uro, der opstod på de finansielle markeder efter terrorangrebet på World Trade Center den 11. september 2001.

Behovet for at sikre de finansielle markeder fortsat stabilitet er ikke blevet mindre siden. Således er det en generel tendens, at de finansielle transaktioner i højere og højere grad er blevet mere og mere kapitalintensive med dertilhørende øget kredit- og likviditetsrisici for de finansielle aktører samt stigende systemisk risiko⁶ for det finansielle system som helhed. Således er den fortsatte stabilitet på de finansielle markeder i høj grad afhængig af, at de finansielle aktører effektivt og hurtigt kan få afdækket deres risici og dermed sikret sig, at en eventuel betalingsudygtighed hos en modpart ikke forplanter sig til dem selv, eller andre finansielle aktører – eller bredt udover de finansielle markeder. Udtrykt lidt firkantet er reglerne om finansiel sikkerhedsstillelse således vigtige som effektive bølgebrydere til at stoppe ”ringene i vandet” (læs: betalingsudygtigheden) fra at brede sig yderligere. Inden for EU blev de finansielle transaktioners effektivitet dog nedsat som følge af de eksisterende forskelle og svagheder, de forskellige medlemslandenes regler frembød.

I erkendelse heraf valgte Europa-Parlamentet og Rådet, at en overnational løsning i form af et EU-direktiv ville være den måde, hvorpå den smidigste og mest effektive løsning for de finansielle aktører kunne nås. Kommissionen nedsatte derfor i efteråret 1999 en forumgruppe bestående af repræsentanter fra markedet. På baggrund af Forumgruppens anbefalinger fremsatte Kommissionen derfor den 27. marts 2001 sit forslag om aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse for Europaparlamentet og Rådet.⁷ Direktiv 2002/47/EF – det såkaldte ”collateral-direktiv” (fremover direktivet) – blev derefter endeligt vedtaget den 6. juni 2002.⁸ Direktivet har til formål at bidrage til et mere integreret og omkostningseffektivt finansielt marked og et mere stabilt finansielt system ved at anerkende mange af de nye produkter, som de finansielle aktører tidligere har udviklet og bruger. Således begrænser

⁵ Det fremgår af *2005 ISDA Collateral Guidelines* fra International Swaps and Derivatives Association, Inc. s. 7, at ”The word ”collateral” comes from the Latin *collateralis*, which means something that is to the side, or not direct.”

⁶ Ved systemisk risiko eller dominoeffekt forstås risikoen for, at problemer med at leve op til sine forpligtelser indenfor et system skal brede sig til andre deltagere.

⁷ Jf. Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse, KOM(2001) 168, s. 2f

⁸ Jf. Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2002/47/EF af 6. juni 2002 om aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse.

direktivet formaliteterne ved etablering og håndhævelse af sikkerheder, beskytter aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse mod visse virkninger af en parts insolvens, sikrer adgang til hurtig realisation af sikkerhederne, anerkender bestemmelser om brugsret til sikkerheder, der er stillet i form af pant, og anerkender supplerende sikkerhedsstillelse.⁹

Direktivet er dog ikke alene om at regulere de finansielle aktørers muligheder for at gøre brug af finansiel sikkerhedsstillelse som led i finansielle transaktioner. I 1998 vedtog Rådet "Finality-direktivet"¹⁰ om endelig afregning i forbindelse med finansielle transaktioner. Finality-direktivets anvendelsesområde er dog et andet end direktivets, idet dette alene vedrører den sikkerhedsstillelse, der finder sted overfor centralbanker og betalings- eller værdipapirafviklingssystemer¹¹ – de såkaldt multilateral netting aftaler. Direktivet bør ses som et supplement til og i sammenhæng med finality-direktivet, der ved lov nr. 293 af 26. april 2000, er blevet implementeret i VPHL kap 18.¹²

2.2. Udviklingen, formålet og implementeringen af de danske regler om finansiel sikkerhedsstillelse og slutafregning m.v.

Den 1. januar 2004 trådte de nye regler i VPHL kap 18 a (§§ 58-58m) om finansiel sikkerhedsstillelse og slutafregning m.v., i kraft.¹³ De nye regler, der har sin forankring i Direktivet, erstatter de hidtil gældende regler i VPHL § 58 om bilateral netting, der blev indført den 1. januar 1996. De gamle regler, der blev indsat i forbindelse med Børsreform II, var et resultat af den internationale debat, som nettingaftalernes juridiske holdbarhed i stigende omfang havde været genstand for.¹⁴ Et af de vigtige omdrejningspunkter i debatten var således, at nettingssystemer, for at de kunne fungere optimalt, skulle have et velfunderet juridisk grundlag i alle relevante jurisdiktioner.

I erkendelse af at nettingaftaler godt kunne konstrueres i dansk ret – således stod det parterne frit for indbyrdes at skabe et klart juridisk grundlag herfor – var der anderledes væsentlige eksterne svagheder tilknyttet det fundament, som nettingaftalen var bygget på, hvis en af parterne gik konkurs. Således var det tvivlsomt, om nettingaftalerne kunne fravige almindelige konkursretlige regler og principper om modregning, samt om aftalerne gyldigt kunne sætte konkursboets diskretionære ret til at indtræde i skyldnerens gensidige bebyrdende aftaler ud af kraft. Med indførelsen af regler i VPHL §§ 57 og 58 om multilateral og bilateral netting i forbindelse med Børsreform II blev nettingaftalernes fundament cementeret i dansk ret. Således blev den tvivl, der herskede omkring konkursboets mulighed for at foretage

⁹ Jf. FT 2003-04 A, s. 289.

¹⁰ Jf. Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 1998/26/EF af 19. maj 1998 om endelig afregning i betalingssystemer og værdipapirafviklingssystemer.

¹¹ Om baggrunden for finality-direktivet se *P. M. Restelli-Nielsen og U. Sterkel, C. D. Hesthaven*, s. 14ff samt *J. L. Hansen* s. 445.

¹² For en nærmere gennemgang af baggrund, udviklingen og formålet med reglerne om netting, se *C. D. Hesthaven*, s. 6ff.

¹³ Jf. lovbekg nr. 1171 af 19. december 2003 om ændring af lov om værdipapirhandel m.v., lov om finansiel virksomhed med flere love.

¹⁴ Se om historie og baggrunden for Børsreform II, *C. D. Hesthaven*, s. 7ff.

cherry picking, definitivt afskaffet og de præceptive bestemmelser i KL 42-43 fraveget, når nettingaftalen var indgået efter VPHL §§ 57 og 58.¹⁵ Reglen i VPHL § 58 blev sidste gang ændret i år 2000 i forbindelse med implementeringen af finality-direktivet, hvorved man søgte at bringe ordlyden i § 58 i overensstemmelse med den nye ordlyd i § 57.

Som følge af implementeringen af direktivet blev § 58 ophævet ved lov nr. 1171 af 19. december 2003 og erstattet af de nye regler i VPHL kap 18 a, der udover at indeholde bestemmelser om bilateral netting (slutafregning og løbende netting) tillige udvider sikkerhedshavers muligheder for f.eks. at gøre brug af sikkerheder modtaget som pant, forlange supplerende sikkerhedsstillelse samt foretage en hurtigere realisation af sikkerhederne.

Ved at implementere direktivet medvirker Danmark således til at realisere direktivets formål. I tråd hermed fremgår det tillige af forarbejderne til den danske gennemførelseslov, at hovedformålet med de nye regler i VPHL kap 18 a, er *”at fremme en effektiv brug af grænseoverskridende sikkerhedsstillelse blandt aktørerne på de finansielle markeder og reducere den risiko, markedsdeltagerne har på hinanden. Herved bidrager Danmark til et effektivt indre marked for værdipapirer”*.¹⁶

For så vidt angår den danske implementering af direktivet i VPHL kap 18 a fremgår det af Rapporten, at arbejdsgruppen er af den opfattelse, at direktivet er et minimumsdirektiv, der har til formål at gøre det enklere at stille sikkerhed.¹⁷ Således udtales det i Rapporten, at *”medlemslandene kan således ikke stille strengere krav end direktivet indenfor dettes anvendelsesområde, men kan dels udvide anvendelsesområdet, dels stille lempeligere krav end direktivet selv.”*¹⁸ Det fremgår ikke af Rapporten, ud fra hvilke overvejelser arbejdsgruppen er kommet frem til denne konklusion. Det fremgår derimod af direktivets præambel, betragtning 22, at formålet med direktivet er at skabe en minimumsordning vedrørende brugen af finansiell sikkerhedsstillelse. Om det er denne udtalelser meget generelle karakter, der har bevirket, at arbejdsgruppen er kommet frem til denne konklusion, er uvist. I så fald må arbejdsgruppens konklusion anholdes. Dette skyldes, som også anført af *L. Højlund Christensen*, at en sådan meget generel udtalelse nok alene bør opfattes som en indledende, mere overordnet betragtning og konklusion omkring direktivets art, og medlemsstaternes mulighed for at fravige direktivets bestemmelser bør ikke alene være baseret på en sådan generel karakteristik, men derimod bero på en nærmere fortolkning i hvert enkelt tilfælde.¹⁹ Når dette er sagt, skal det for god ordens skyld anføres, at direktivet sandsynligvis kan karakteriseres som et minimumsdirektiv, men en grundigere undersøgelse og klarlæggelse af direktivets art vil imidlertid blive for omfattende og skal

¹⁵ For en mere uddybende og grundig gennemgang af baggrunden og udviklingen i de danske netting regler, se *C. D. Hesthaven*, s. 8ff.

¹⁶ Jf. FT 2003-04 A, s. 289.

¹⁷ Jf. Rapporten, pkt. 2., s. 8.

¹⁸ Jf. Rapporten, pkt. 2., s. 8.

¹⁹ Jf. *L. Højlund Christensen*, s. 61.

ikke forfølges længere i dette speciale. Derimod vil det på relevante steder i specialet blive anført, såfremt arbejdsgruppens karakterisering af direktivet kan få betydning.

3. VPHL kap 18 a, aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse og slutafregning m.v.

3.1. Indledning

Som tidligere nævnt implementeres direktivet i VPHL kap 18 a. Dermed udbygges mulighederne i dansk ret for sikring af krav gennem sikkerhedsstillelse dels ved traditionel pantsætning dels ved overdragelse af ejendomsret. De nye regler indebærer, at der kan ske en hurtig og smidig realisation af sikkerheder både i form af kontanter og værdipapirer samt substitution heraf og supplerende sikkerhedsstillelse. Derudover medfører de en række fravigelser fra konkurslovens omstødelsesregler.

Som bl.a. anført af *L. Lindencrone Petersen og A. Ørgaard* er det anvendelsen af *finansielle instrumenter*, hvilket vil sige aftaler, hvorved en part (f.eks. et pengeinstitut) på et givet tidspunkt eller i en given periode forpligter sig til at levere en finansiel ydelse (f.eks. et lån eller en aktie) til en aftalt pris (f.eks. rente eller kurs) til en anden part (f.eks. et andet pengeinstitut eller en erhvervsvirksomhed), bestemmelserne i VPHL kap 18 a har for øje.²⁰ I erkendelse af at begrebets anvendelsesområde er bredt, kan fokus i en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse spænde lige fra en ejendoms købers fastkursaftale vedrørende et realkreditlån til den eksportvirksomhed, der har indgået en aftale med sit pengeinstitut om kursen for den udenlandske valuta, som virksomheden vil modtage på et senere tidspunkt.²¹

De væsentligste forarbejder til lov nr. 1171 af 19. december 2003 om ændring af lov om værdipapirhandel m.v. er en rapport fra en arbejdsgruppe under Økonomi- og Erhvervsministeriet – i det følgende henvist til som ”Rapporten”²² – samt lovforslaget med bemærkninger²³.

Afslutningsvis skal det for god ordens skyld bemærkes, at VPHL kapitel 18 a alene finder anvendelse på aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse indgået efter 1. januar 2004.

3.2. Afgrænsning af anvendelsesområdet for bestemmelserne i VPHL kap 18 a og plan for nærværende fremstilling

Det følger af VPHL § 58, stk. 1, at bestemmelserne i kapitlet finder anvendelse på *aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse og på sikkerheder, når disse er stillet*. Således er anvendelsesområdet for bestemmelserne i VPHL kap 18 a begrænset til disse *aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse*.

²⁰ Jf. *L. Lindencrone Petersen og A. Ørgaard*, s. 367.

²¹ Jf. *Ibid*, s. 367.

²² Jf. *Økonomi- og Erhvervsministeriet*, Rapport om gennemførelse af direktivet om aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse, 2003.

²³ Jf. Lovforslag L 11, fremsat den 8. oktober 2003.

VPHL § 58 a, stk. 1 indeholder definitionen på en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse. Bestemmelsen opstiller de 3 *kumulative* betingelser til en sådan aftale. Først og fremmest er det en betingelse, at *aftalens parter* er omfattet af VPHL § 58 b, og dernæst at aftalen vedrører sikkerhedsstillelse for *finansielle forpligtelser*, der er nærmere defineret i VPHL § 58 e, stk. 2. For det tredje opstilles en sidste betingelse til *selve sikkerhedsstillelsen* i VPHL § 58 f, stk. 1. Det er herudover et krav, at en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse for at være omfattet af VPHL kap 18 a enten skal være *skriftlig eller kunne dokumenteres på anden måde, der retligt kan sidestilles hermed*, jf. VPHL § 58 a, stk. 2. Derudover kan en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse desuden indeholde supplerende vilkår om netting ved slutafregning, løbende netting, realisation af sikkerheder, supplerende sikkerhedsstillelse, substitutionsret eller brugsret, jf. VPHL § 58 c, stk. 1, nr. 1-5.

I erkendelse af at det således er helt centralt for anvendelsen af bestemmelserne i VPHL kap 18 a, at de i VPHL 58 a opstillede betingelser er overholdt, vil specialet i det følgende gennemgå beviskravet om skriftlighed eller lignende dokumentation, jf. VPHL § 58 a, stk. 2. Herefter vil følge en nærmere gennemgang af de tre betingelser i VPHL § 58 a, stk. 1. Afslutningsvis er bestemmelserne om brugsret, jf. VPHL § 58 g og realisation af sikkerheder, jf. VPHL § 58 j udvalgt til nærmere belysning.

3.2.1. Beviskravet om skriftlighed eller lignende dokumentation

Efter VPHL § 58 a, stk. 2, der gennemfører direktivets artikel 1, stk. 5, 3. afsnit, skal en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse enten være skriftlig eller kunne dokumenteres på anden måde, der retligt kan sidestilles dermed. Dermed er der for aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse blevet indført et skriftligt beviskrav i dansk ret, der ellers normalt ikke opstiller sådanne generelle formkrav om skriftlighed til aftaler i almindelighed.

En nærmere fastlæggelse af skriftlighedskravet sker i direktivets artikel 2, stk. 3. Efter denne bestemmelse i direktivet kan skriftlighed også være elektronisk lagring eller lagring ved hjælp af et andet varigt medie. Aftalen om finansiel sikkerhedsstillelse skal derved kunne dokumenteres på en måde, der bevismæssigt har samme værdi som en skriftligt indgået aftale.²⁴ Således antager *J. Lau Hansen* med rette, at det ud fra en dynamisk fortolkning af ordet ”skriftlig” vil være tilladeligt at sidestille elektronisk kommunikation med skriftlig kommunikation.²⁵ *L. Højlund Christensen* går så vidt som til at antage – formentlig med rette – at der med bestemmelsen i VPHL § 58 a, stk. 2, formentlig blot er tale om et formkrav, der forudsætter en eller anden form for gengivelse, der varigt fastholder den oprindelige aftale, og hvis anvendelsesområde i så fald er temmelig begrænset.²⁶

²⁴ Jf. FT 2003-04 A, s. 295.

²⁵ Jf. *J. L. Hansen*, s. 458.

²⁶ Jf. *L. Højlund Christensen*, s. 65. *U. R. Bang-Pedersen* finder, at det i realiteten stort set kun er mundtlige aftaler, der falder uden for VPHL § 58 a, stk. 2, jf. *U. R. Bang-Pedersen*, s. 10.

Det fremgår umiddelbart af VPHL § 58 a, stk. 2, at det alene er *aftalen om finansiel sikkerhedsstillelse* og dermed implicit ikke nødvendigvis *sikringsaktens gennemførelse*, der skal foreligge skriftligt. Derimod stiller direktivet i artikel 1, stk. 5, 1. afsnit, krav om at den konkrete sikkerhedsstillelse under aftalen skal kunne dokumenteres skriftligt, førend direktivet finder anvendelse på den finansielle sikkerhedsstillelse. Således fastholdes skriftlighedskrav ubetinget ved sikkerhedsstillelsen i direktivet, hvorimod det er tilstrækkeligt, at en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse kan dokumenteres på en måde, der retligt kan sidestilles med skriftlighed.²⁷ Arbejdsgruppen fandt, da direktivet er et minimumsdirektiv, og da sikkerhedsstillelse i komplekse finansielle forhold skal kunne ske hurtigt, smidigt, og billigt, at kravet om skriftlighed ved finansiel sikkerhedsstillelse skulle lempes, idet skriftlighedskravets opretholdes besværliggjorde forholdet.²⁸ Lempelsen forsvarede arbejdsgruppen med, at parternes indgåelse af de konkrete transaktioner, der udløser behovet for sikkerhedsstillelse, generelt vil være dokumenteret, og tidspunktet for sikringsaktens foretagelse i langt de fleste tilfælde vil kunne dokumenteres på anden måde end ved skriftlig aftale. Skriftlighed er således ikke et særskilt krav ved selve sikkerhedsstillelsen.²⁹ Det lader således til, at arbejdsgruppens fortolkning af direktivets karakter af minimumsdirektiv har bevirket en fravigelse til fordel for parterne i en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse, der således kan foretage sikkerhedsstillelsen hurtigere, smidigere og mere omkostningseffektivt. Spørgsmålet er blot, om en fravigelse i denne retning er korrekt. Således giver direktivet parterne i en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse store muligheder for at anvende de modtagne sikkerheder på forskellige måder, som tredjemand er forpligtet til at respektere. Udtrykt lidt firkantet er det således hovedsageligt tredjemand, der påtvinges et offer, nemlig at respektere de muligheder, som en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse tilbyder parterne. I kraft af dette kan det således indvendes, at det vel kun er naturligt, at tredjemand ved, at sikkerhedsstillelsen er dokumenteret skriftligt, så det på en objektiv måde kan konstateres, hvilke sikkerheder aftalen om finansiel sikkerhedsstillelse omfatter. At direktivet ikke kun vil fremme markedseffektivitet, men tillige forsøger at iagttage et hensyn til tredjemand, fremgår desuden af direktivets betragtning 10, hvori det udtales, at ”*dette direktiv skal imidlertid skabe en balance mellem markedseffektivitet og aftaleparternes og tredjemandes sikkerhed, således at man bl.a. undgår risikoen for svig. Denne balance opnås ved, at direktivet kun omfatter aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse ... hvor etableringen af den finansielle sikkerhed kan dokumenteres skriftligt eller ved hjælp af et varigt medium, således at den pågældende sikkerhed kan spores.*”³⁰ Direktivet er således ikke entydigt på netop dette punkt, og det forekommer – som også anført af L. Højlund Christensen – som konsekvens heraf mest oplagt, at direktivet selv udtømmende har fastlagt den rette balance mellem disse

²⁷ Rapporten, pkt. 5.4.1, s. 31.

²⁸ Jf. Ibid, pkt. 5.4.3, s. 31f.

²⁹ Jf. Ibid, pkt. 5.4.3, s. 32.

³⁰ Jf. L. Højlund Christensen, s. 62.

modsatrettede hensyn.³¹ Det er derfor næppe korrekt, at man fra dansk side, modsat i direktivet, ikke har valgt, at stille krav om, at bevis for sikringsaktens gennemførelse skal foreligge skriftligt. Dog skal de EU-retlige konsekvenser af en sådan eventuel forkert implementering på dette punkt fra dansk side ikke forfølges længere i dette speciale.

Hvis en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse ikke opfylder skriftlighedskravet i VPHL § 58 a, stk. 2, er retsvirkningen ikke, at aftalen er ugyldig. Derimod finder bestemmerne i VPHL kap 18 a blot ikke anvendelse, og aftalen må følgelig, såfremt den f.eks. indeholder bestemmelser om slutafregning, jf. VPHL § 58 h, i stedet bedømmes som en aftale om aftalt modregning, dog således at de begrænsninger, der fremgår af f.eks. KL § 16 og KL §§ 42-43, genopstår.³² Indeholder aftalen bestemmelser om brugsret til de pantsatte sikkerheder, VPHL § 58 g, eller bestemmelser om straksrealisation, VPHL § 58 j, bliver resultatet, at brugsretten ikke kan benyttes, samt at aktiverne først kan realiseres, efter at den normale frist i RPL³³ § 538 a, stk. 2 er udløbet.

Det må dog stedse holdes for øje, at VPHL § 58 a, stk. 2 alene opstiller et beviskrav for så vidt angår aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse. Om en sådan aftale dernæst er tiltrådt af de i aftalen benævnte parter, er derimod et spørgsmål, som er reguleret af aftaleloven og således må afgøres efter denne og almindelig aftaleretlige principper.

3.2.2 Aftalens parter, hvor mange parter kan indgå i en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse

Det fremgår ikke direkte af bestemmelserne i hverken VPHL kap 18 a eller direktivet, hvor mange parter der kan deltage i en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse. Således skal der en grundig gennemlæsning af begge retsgrundlag til, uden at det dog efterfølgende står helt klart, om direktivet og VPHL kap 18 a kun har til hensigt at regulere de bilaterale aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse. I modsætning til finality-direktivets artikel 2, litra k, indeholder direktivet ingen artikler, hvoraf det fremgår, hvor mange parter der kan indgå i aftalen. En indikation af at hovedsigtet er de bilaterale aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse, får man dog, når man gennemlæser direktivets præambel, jf. ordene i betragtning, nr. 3, ”... *bilaterale aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse*”, nr. 5, ”... *bilateral slutafregning ...*”, og nr. 14, ”... *bilateral slutafregning ...*”. Det kan tillige forudsætningsvis udledes af artikel 2, stk. 1, litra n, hvor resultatet af en slutafregning defineres, som en opgørelse af, hvad hver part skylder *den anden*, at det er de bilaterale nettingaftaler, der sigtes til.³⁴ Samme resultat når arbejdsgruppen frem til, idet det anføres, at ”*direktivet vedrører skriftlige bilaterale aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse ...*”.³⁵

Således fremgår det også kun forudsætningsvist af den danske gennemførelseslovs bestemmelser, at VPHL kap 18 a tager sigte på aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse indgået mellem 2 parter. Såle-

³¹ Jf. Ibid, s. 62.

³² Jf. U. R. Bang-Pedersen, s. 11.

³³ Jf. Lovbekg. nr. 910 af 27/09/2005.

³⁴ Jf. U. R. Bang-Pedersen, s. 14f.

³⁵ Jf. Rapporten, pkt. 4., s. 14.

des taler VHPL § 58 e, stk. 3 om ”*begge parter*”, ligesom der i VHPL § 58 h, stk. 2-5 om slutafregningsaftaler anlægges en sondring mellem ”*den misligholdende og den ikke-misligholdende*”, der tillige finder tilsvarende anvendelse på løbende netting, jf. § 58 i, 2. pkt. Den anvendte ordlyd synes således klart at indikere, at det har været lovgivers mening, at bestemmelserne i VPHL kap 18 a kun skal finde anvendelse på nettingaftaler indgået mellem *alene* to parter. Dette fremgår tillige af forarbejderne til VPHL § 58 b, der indkredser antallet af parter i en sådan aftale til to, jf. ordlyden ”*hvor en eller begge parter ...*”³⁶. Det kan derfor undre, at man ikke i forbindelse med implementeringen af direktivet i dansk ret har ønsket at bidrage med en sådan klarhed.

Således var der før implementeringen af direktivet i VPHL 18 a indsat en definition af bilateral netting i VPHL § 50, stk. 4. Definitionen indeholdt tillige en direkte henvisning til VPHL § 58. Det var således tydeligt fremhævet, at VPHL § 58 tog sigte på bilaterale nettingaftaler. Bestemmelsen blev dog ophævet i forbindelse med gennemførelsen af lov nr. 1171 af 19. december 2003 som konsekvens af, at VPHL § 58 blev ophævet og erstattet af VPHL kap 18 a.

Med tanke herpå forekommer det mærkværdigt, at lovgiver ikke har skønnet, at indsætning af en lignende definition, der klargør, at bestemmelserne i VPHL kap 18 a, tager sigte på bilaterale aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse, med fordel kunne være indsat i forbindelse med gennemførelsen af VHPL kap 18 a. Begrundelsen skal dog nok findes deri, at man ej heller i direktivet genfinder nogle artikler, der skaber en sådan klarhed. I modsætning hertil blev bestemmelsen i VHPL § 50, stk. 3 netop indsat ved lov nr. 283 af 26. april 2000, for at gennemføre den definition af (multilateral) netting, der var indsat i artikel 2, stk. 1, litra k i finality-direktivet. Med tanke på at finality- og direktivet begge bl.a. er motiveret af ønsket om at afklare, forsimple samt effektivisere retstilstanden, forekommer det inkonsekvent, at man ikke i direktivet har skønnet, indsætning af en artikel, der tydeligt klargjorde, hvor mange parter der kunne deltage i en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse, ville være formålstjenlig. I kraft heraf havde det dog været fordelagtigt, om den danske lovgiver på eget initiativ havde bibragt VPHL kap 18 a denne klarhed. Dette skyldes, at efter VPHL § 58 e, stk. 1 skal det fremgå af en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse, hvilke af *tredjemands* forpligtelser aftalen omfatter. Dette kunne netop foranledige den tanke, at der tillige kunne indgås multilaterale aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse efter VPHL kap 18 a. Det er dog meget tvivlsomt, om VPHL § 58 e, stk. 1 kan tages til indtægt for, at der tillige kan indgås multilaterale aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse, da – som også fremhævet af *U. R. Bang-Pedersen* – VPHL § 58 e vedrører spørgsmålet om, hvilke *fordringer* en bilateral aftale om finansiel sikkerhedsstillelse kan omfatte og ikke direkte antallet af parter i aftalen.³⁷ Om end dette, ej heller er en helt tilstrækkelig baggrund, hvorpå man klart kan afvise muligheden for, at der kan

³⁶ Jf. FT 2003-04 A, s. 295.

³⁷ Jf. *U. R. Bang-Pedersen*, s. 13ff, der vedrørende slutafregningsaftaler anfører, at disse kun kan indeholde to parter.

indgås multilaterale aftaler efter VPHL kap 18 a, skønt hovedsigtet helt sikkert er de bilaterale aftaler.

I medfør af ovenstående kan det således konkluderes, at VPHL kap 18 a finder anvendelse på aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse bestående af to parter – de såkaldte bilaterale aftaler. Heroverfor kan det indvendes, at man godt fra lovgivers side kunne have øget overblikket og fastholdt systematikken ved at videreføre det systematiske system, man havde indført i 2000 med indsætningen af VPHL § 50, stk. 3 og 4. Passende kunne VPHL § 50, stk. 4 have været ophævet for dog i indledningen af VPHL kap 18 a at fastslå, at kapitlet finder anvendelse på bilaterale aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse. Derved kunne den lille flig af uvished, som bestemmelsen i VPHL § 58 e, stk. 1 giver anledning til, have været udvasket. I det følgende menes der med en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse, en aftale der højst består af to parter.

3.2.2.1. Hvilken personkreds kan indgå en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse

Den personkreds, der kan indgå en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse, er blevet begrænset ved VPHL § 58 b. VPHL § 58 b angiver således udtømmende, hvilke parter der kan indgå en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse, jf. ordene i VPHL § 58 b, stk. 1, ”... *kan kun være følgende*”. En hovedforudsætning for at anerkende en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse som fastlagt i VPHL § 58 a er derfor, at aktørerne i aftalen er omfattet af VPHL § 58 b, stk. 1, nr. 1-6. Bestemmelsen i VPHL § 58b implementerer direktivets artikel 1, stk. 2 og således ligger navnlig ordlyden og systematikken i VPHL § 58 b, stk. 1, nr. 1-4 da også meget tæt op af den formulering, der er anvendt i direktivets artikel 1, stk. 2, litra a)-d). Direktivets artikel 1, stk. 2, litra e er derimod blevet opdelt i henholdsvis nr. 5 og 6.

Systematisk er VPHL § 58 b opbygget således, at bestemmelsen først (i nr. 1-4) omtaler, hvilke af de *finansielle institutioner* – offentlige såvel som finansielle parter under tilsyn – der kan indgå en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse. Bestemmelserne i nr. 1-4 er meget detaljerede og efterlader ikke megen tvivl om, hvilke parter der er omfattet af bestemmelserne. Med tanke herpå vil specialet ikke fokusere mere på disse parter.³⁸ Dernæst (i nr. 5-6) fastlægges, hvilke *juridiske personer* der tillige kan deltage i en sådan aftale.

Interessant er det, at man i forbindelse med implementeringen valgte at opdele Direktivets artikel 1, stk. 2, litra e om juridiske personer i henholdsvis nr. 5 og nr. 6. Dette skete i erkendelse af, at den EU-retlige begrebsfastlæggelse af en juridisk person ikke er identisk med den danske fastlæggelse af begrebet. Den EU-retlige fastlæggelse har traditionelt taget sit udgangspunkt i TEF³⁹ artikel 48 om juridiske personer omfattet af etableringsretten. Således dækker begrebet i dets EU-retlige fastlæggelse et noget bredere spektrum af parter end det danske. Det afgørende EU-retlige kriterium synes at være, om parter-

³⁸ For detaljeret gennemgang, se *U. R. Bang-Pedersen*, s. 15ff.

³⁹ Traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab (konsolideret udgave Nice), EF-Tidende nr. C 325 af 24/12/2002 s. 0033 – 0184.

ne arbejder med gevinst for øje, hvor det danske kriterium traditionelt har været, om den pågældende part udgør et selvstændigt skattesubjekt.⁴⁰ Det følger heraf, at omfattet af det anvendte begreb i direktivets artikel 1, stk. 2, litra e er alle former for erhvervsvirksomhed, herunder interessentskaber, kommanditselskaber, andre ikke-registrerede virksomheder samt enkeltmandsvirksomheder.⁴¹ Navnlig er enkeltmandsvirksomheder klart ikke omfattet af den danske definition af en juridisk person. For de andre her fremhævede virksomhedstyper er det endnu ikke i dansk ret helt afklaret, om disse falder indenfor eller udenfor den danske definition af en juridisk person, men klart er det imidlertid, at de er omfattet af det EU-retlige begreb.⁴²

Direktivets anvendelse af et sådan meget bredt begreb har således afstedkommet visse problemer ved implementeringen af direktivet i dansk ret. Dette er begrundet i, at arbejdsgruppen, som anført indledningsvis, har betragtet direktivet som værende et minimumsdirektiv. Således står det medlemslandene frit for at udvide kredsen af parter og således give flere mulighed for at benytte reglerne. Dette er en mulighed lovgiver har grebet med indsættelsen af VPHL § 58 b, stk. 1, nr. 5. I denne bestemmelse medtages således en juridisk person, der optræder som formueforvalter eller befuldmægtiget på vegne af parter, som nævnt i nr. 1-4. Derved kan også disse være parter i en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse. Lovgiver har med bestemmelsen således udvidet den aktørgruppe, der oprindeligt var nævnt i direktivet. Indsættelsen af denne bestemmelse løser dog ikke det førmtalte problem vedrørende, hvilke parter begrebet omfatter. Meget tyder dog på, at begrebet skal udfyldes i overensstemmelse den EU-retlige opfattelse af begrebet.⁴³ Dette skyldes hovedsageligt, at lovgiver, såfremt denne ønskede at anvende den danske opfattelse af begrebet, ville have været nødsaget til at tilføje de yderligere selskabstyper, der følger af det EU-retlige begreb for at undgå at komme i modstrid med EU-retten. Bestemmelsen i VPHL § 58 b, stk. 1, nr. 5 er således begrundet i, at de omfattede juridiske personer må formodes at have en særlig professionel indsigt og erfaring i indgåelse af finansielle aftaler.⁴⁴ Det forekommer derfor mest hensigtsmæssigt tillige at gruppere disse parter sammen med de andre finansielle institutioner i VPHL § 58 b, stk. 1, nr. 1-4.

De *ikke-professionelle* aktører (i det følgende benævnt erhvervsvirksomheder) kan således samles under VPHL § 58 b, stk. 1, nr. 6, der ligger tæt op ad den formulering, der er anvendt i direktivets artikel 1, stk. 2, litra e. Bestemmelsen omfatter alle de juridiske personer, der ikke er omfattet af nr. 1-5, jf. VPHL § 58 b, stk. 1, nr. 6. Det synes tillige også her at fremgå af bestemmelsen, at man ved begrebet juridisk person skal anlægge den EU-retlige opfattelse af dette.⁴⁵ Resultatet støttes bl.a. af bestemmelsens formulering og opbygning derved, at

⁴⁰ Jf. J. Lau. Hansen, s. 459.

⁴¹ Jf. FT 2003-04 A, s. 295.

⁴² Jf. E. Werlauff, s. 15ff.

⁴³ Jf. J. Lau Hansen, s. 459.

⁴⁴ Jf. Ibid, s. 460.

⁴⁵ Jf. Ibid, s. 459.

ikke-registrerede virksomheder samt interessentskaber direkte nævnes heri. Desforuden nævnes enkeltmandsvirksomheder direkte. I forarbejderne til bestemmelsen fremhæves det tillige, at kun ikke-registrerede virksomheder, der udøver erhvervsmæssig virksomhed, er omfattet.⁴⁶ Denne udtalelse støtter tillige den fortolkning, at det er det EU-retlige begreb, der finder anvendelse derved, at fokus efter forarbejder – ligesom tilfældet er efter TEF artikel 48 – således er på, om vedkommende arbejder med gevinst for øje modsat den traditionelle danske opfattelse, om vedkommende er et selvstændigt skattesubjekt.

Som netop nævnt henfører VPHL § 58 b, stk. 1, nr. 6 eksplicit enkeltmandsvirksomheder samt ikke-registrerede virksomheder f.eks. interessentskaber og kommanditselskaber til gruppen af juridiske personer omfattet af VPHL § 58 b, stk.1, nr. 6. Det må dog være en forudsætning herfor – som også fremhævet af *U. R. Bang-Pedersen* – at der er tale om en ikke-registreret *virksomhed*, hvilket medfører, at f.eks. et ikke-erhvervsdrivende interessentskab (f.eks. et boliginteressentskab) ikke er omfattet.⁴⁷ Ligeledes må det kræves, at det aktieselskab der er under stiftelse, kun er omfattet, såfremt det udøver erhvervsvirksomhed. Først efter registreringen bliver aktieselskabet automatisk omfattet.⁴⁸

3.2.2.2 Hvem kan være medkontrahent i en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse

Direktivets artikel 1, stk. 3 giver de enkelte medlemsstater mulighed for selv at bestemme, om direktivets regler kun skal gælde for aftaler, hvor begge parter er omfattet af VPHL § 58 b, stk. 1, nr. 1-4, eller om den også skal gælde for aftaler, hvor den ene part er omfattet af VPHL § 58 b, stk. 1, nr. 1-5, og den anden part er omfattet af VPHL § 58, stk. 1, nr. 6. Såfremt denne sidstnævnte løsning vælges, påhviler det medlemsstaten at give EU-kommissionen meddelelse herom, hvorefter denne vil underrette de øvrige medlemsstater. En sådan implementering, hvor begge parter skal være en finansiel institution omfattet af VPHL § 58 b, stk. 1, nr. 1-4, bliver i Rapporten benævnt en *snæver implementering*. Direktivets udgangspunkt er således, at aftaler mellem parterne i VPHL § 58 b, stk. 1, nr. 1-5 og VPHL § 58 b, stk. 1, nr. 6 skal kunne indgås – indsnævres personkredsen skal dette anmeldes til Kommissionen. En sådan implementering betegnes i Rapporten som en *fuld implementering*. Udover man i arbejdsgruppen overvejede den snævre og fulde implementering, overvejede man deslige konsekvenserne ved at foretage det, man betegnede som en *bred implementering* af direktivet i dansk ret. En implementering i denne form omfatter alle erhvervsvirksomheder og stiller ikke krav om, at den ene part i en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse skal være en finansiel institution, jf. VPHL § 58 b, stk. 1, nr. 1-5. En bred implementering vil således tillade, at to erhvervsvirksomheder, der begge er omfattet af VPHL § 58 b, stk. 1 nr. 6, kan indgå en sådan aftale med hinanden.

⁴⁶ Jf. FT 2003-04 A, s. 295.

⁴⁷ Jf. *U. R. Bang-Pedersen*, s. 25.

⁴⁸ Jf. *Ibid*, s. 25.

Den snævre implementering blev hovedsageligt fravalgt, idet arbejdsgruppen skønnede, at en sådan fremgangsmåde ville have en negativ konkurrencemæssig indvirkning på den danske finansielle sektor. Det fremgår af Rapporten, at arbejdsgruppen konkret var bekymret for, at først og fremmest de erhvervsvirksomheder, der deltager i pengemarkedet, ville få en forringet stilling i forhold til de finansielle aktører, hvis de ikke kunne stille sikkerhed på samme smidige og effektive måde som de finansielle institutioner indbyrdes. Endvidere risikerede danske erhvervsvirksomheder at skulle betale højere finansieringsomkostninger end de udenlandske konkurrenter, der kan anvende direktivets muligheder for at indgå aftaler om slutafregning omfattende ind- og udlån, om straksrealisation og supplerende sikkerhedsstillelse.⁴⁹ Arbejdsgruppen var tillige enig om, at direktivets udgangspunkt samt det faktum, at langt de fleste andre medlemslande måtte antages at følge dette, også burde tillægges betydelig vægt. Arbejdsgruppen udtaler således, ”at en snæver afgrænsning af personkredsen kan medføre uheldige lovvalgskonflikter og dermed skabe en retlig usikkerhed, der strider mod formålet med direktivet, og som kan medføre risici, der ikke umiddelbart lader sig måle”.⁵⁰ Navnlig med henblik herpå var det således arbejdsgruppens vurdering, at man i hvert fald burde foretage en fuld implementering.

Som tidligere nævnt gik arbejdsgruppen videre end dette, idet den tillige overvejede muligheden for at foretage en bred implementering. Det var arbejdsgruppens opfattelse, at en sådan implementering ville være gunstig. Det syntes at være arbejdsgruppens tese, at man bedre kunne undgå, at den finansielle sektor skulle opnå en monopolstilling, når reglerne i VPHL kapitel 18 a ikke alene var forbeholdt dem.⁵¹ Såfremt man alene fortog en fuld implementering, ville man således afskære to erhvervsvirksomheders indbyrdes muligheder for at finansiere sig hos hinanden og anvende direktivets mulighed for hurtig og fleksibel sikkerhedsstillelse mv.⁵² At arbejdsgruppen endvidere kunne anføre, at der tillige var et reelt praktisk behov for at få regler til at omfatte en videre personkreds, har angiveligt også været et væsentligt moment. Således fremhæver arbejdsgruppen de danske el-selskabers mulighed for at anvende supplerende sikkerhedsstillelse overfor den nordiske el-børs Nord Pool. Hidtil har de danske el-selskaber, som de eneste deltagere, ikke haft denne mulighed på grund af omstødelsesreglerne i konkursloven, hvilket har medført, at de danske deltagere har højere omkostninger på el-handelen end de øvrige deltagere. Dette problem vil dog kunne løses med en bred implementering.⁵³

Som et yderligere eksempel anføres det endvidere, at det også ville være u hensigtsmæssigt, om store danske og udenlandske erhvervsvirksomheder, der i et vist omfang har finansielle mellemværende med hinanden, kan blive nødt til at afbryde disse transaktioner, fordi de bliver for dyre at bibeholde, hvis de finansielle institutioner

⁴⁹ Jf. Rapporten, pkt. 5.1.2., s. 21.

⁵⁰ Jf. Ibid, pkt. 5.1.2., s. 24.

⁵¹ Jf. Ibid, pkt. 5.1.3., s. 25-26.

⁵² Jf. Ibid, pkt. 5.1.3., s. 25-26.

⁵³ Jf. Ibid, pkt. 5.1.3., s. 26.

kan sikre sig nemmere og mere effektivt som følge af, at der kun foretages en fuld implementering. Det var arbejdsgruppens samt Konkursrådets vurdering, at ej heller hensynet til ikke at gøre yderligere indgreb på området for det insolvensretlige lighedsprincip – som ellers befrygtet af *C. D. Hesthaven*⁵⁴ – talte imod en udvidelse af personkredsen.⁵⁵ Man valgte i stedet at foretage en begrænsning af typen af fordringer, jf. nedenfor. Navnlig på baggrund af de i det ovenstående fremhævede momenter valgte arbejdsgruppen derfor at foreslå, at man i dansk ret foretog en bred implementering af direktivet.

Lovgiver har fulgt denne henstilling og således valgt at gennemføre regler i direktivet på en videre personkreds end den af direktivet omfattede. Der stilles således i dansk ret modsat udgangspunktet i direktivet ikke krav om, at en af parterne i en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse skal være en finansiel institution som nævnt i VPHL § 58 b, stk. 1, nr. 1-5. Reglerne i VPHL kap 18 a finder derfor også anvendelse på aftaler mellem to parter, der begge er omfattet af VPHL § 58 b, stk. 1, nr. 6. Lovgiver har dog på baggrund af anbefalingerne i Rapporten fra dels arbejdsgruppen og dels fra Konkursrådet fundet det nødvendigt at fastsætte nogle særlige begrænsninger i hvilke fordringer, der kan omfattes af en aftale, hvori begge parter er omfattet af VPHL § 58 b, stk. 1, nr. 6. Dette skyldes navnlig bestemmelsens meget vide anvendelsesområde samt medtagelsen af enkeltmandsvirksomhed. Således er bl.a. en enkeltmandsvirksomhed ikke en i forhold til ejeren selvstændig person. Visse fordringstyper, f.eks. fordringer, der ikke står i forbindelse med enkeltmandsvirksomheden, anses derfor ikke for disse aftalers vedkommende for finansielle forpligtelser., jf. nærmere i afsnit 4.2.3.1.2.

Da man fra dansk side har foretaget en fuld implementering – og endda gået videre end dette, jf. ovenfor – må en senere fortolkning, som tillige anført af *L. H. Christensen* og *U. R. Bang-Pedersen* ved EF-domstolen, anses for bindende for fortolkningen af reglerne i VPHL kapitel 18 a, for så vidt angår de aftaler, der er omfattet af direktivet bl.a. aftaler mellem en part omfattet af VPHL § 58 b, stk. 1, nr. 1-5 og en part omfattet af VPHL § 58 b, stk. 1, nr. 6.⁵⁶

3.2.2.3. Kort om aftaler om slutafregning og løbende netting, der ikke er del af en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse

Parter, hvoraf kun en eller begge ikke er omfattet af VPHL § 58 b, stk. 1, nr. 1-6, kan ikke indgå en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse, jf. afsnit 3.2.2.1. De parter, der ikke er omfattet af VPHL § 58 b, omfatter bl.a. et aktieselskab under stiftelse, der ikke driver erhvervsvirksomhed eller en ikke-erhvervsdrivende fysisk person.⁵⁷ Man har fundet det rigtigst, at disse parter – på lige fod med, hvad der var gældende før gennemførelsen af direktivet – stadig skal kunne benytte sig af reglerne om slutafregning og løbende netting, jf. VPHL § 58, stk. 2. Disse fritstående slutafregningsaftaler og fritstående aftaler om løben-

⁵⁴ Jf. *C. D. Hesthaven*, s. 35.

⁵⁵ Jf. Rapporten, pkt. 5.1.3., s. 27-28.

⁵⁶ Jf. *L. Højlund Christensen*, s. 62. samt *U. R. Bang-Pedersen*, s. 25.

⁵⁷ Se ikke omfattede parter af VPHL § 58 b, *U. R. Bang-Pedersen*, s. 32.

de netting kan i lighed med, hvad der var gældende i den tidligere VPHL § 58, alene omfatte fordringer hidhørende fra valuta- og værdipapirhandel, jf. VPHL §§ 58 h, stk. 7, jf. 58 e, stk. 4 samt 58 i, 1. pkt. Der er således tale om en videreførelse af den tidligere affattelse af VPHL § 58, der ikke har baggrund i direktivet.

Det var arbejdsgruppens opfattelse, at denne løsning var berettiget, selvom direktivets artikel 7, som udgangspunkt, forudsatte, at en slutafregningsaftale skulle være omfattet af en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse, da direktivet ikke indeholdt noget krav til sikkerhedens størrelse. Dermed ville selv en finansiel sikkerhedsstillelse af meget beskeden størrelse efter direktivet gøre reglerne om slutafregning anvendelige. Man lagde i denne forbindelse tillige vægt på, at den tidligere gældende bestemmelse i VPHL § 58 ej heller stillede krav om sikkerhedsstillelse samt at de hensyn, der generelt taler til fordel for slutafregning, ikke bliver mindre væsentlige, blot fordi der ikke er stillet sikkerhed.⁵⁸ Man bør dog være opmærksom på, at retsvirkningerne af aftalerne efter VPHL §§ 58 h og 58 i ikke på alle punkter er identiske med de tidligere.⁵⁹

Da det er aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse, der er genstand for specialets hovedopmærksomhed, vil de fritstående aftaler om slutafregning og løbende netting ikke blive forfulgt længere i dette speciale – medmindre dette er påkrævet for at øge overblikket. Når henholdsvis slutafregning og løbende netting omtales i det følgende forudsættes det derfor, såfremt andet ikke er fremhævet, at disse er indgået som led i en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse.

3.2.3. Hvilke fordringer kan der stilles sikkerhed for i en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse

Som tidligere anført, er det yderligere en betingelse for, at reglerne i VPHL kap 18 a finder anvendelse, at aftalen er om sikkerhedsstillelse for *finansielle forpligtelser*. Modsat i afsnit 3.2.2.3, hvor to parter godt – selvom de ikke var omfattet af VPHL § 58 b kunne indgå en aftale om slutafregning eller netting ved løbende aftalt netting, er forpligtelser, der ikke er finansielle forpligtelser, ikke omfattet af reglerne i VPHL kap 18 a og kan derved heller ikke indgå i aftaler om slutafregning eller løbende netting efter §§ 58 h og i.⁶⁰ Det er selvsagt derfor af stor betydning at få fastlagt, hvilke forpligtelser, der er omfattet, og hvilke, der ikke er. Forpligtelserne er nærmere defineret i VPHL § 58 e, og bestemmelsen implementerer definitionen i direktivets artikel 2, stk. 1, litra f.

Som redegjort for i afsnit 3.2.2.2 valgte man fra dansk side at foretage en bred implementering, hvorved reglerne i direktivet kunne anvendes af en videre personkreds end de i direktivet umiddelbart forudsatte. For denne udvidede personkreds (begge parter omfattet af VPHL § 58 b, stk. 1, nr. 6) har man valgt at indsnævre typen af finansielle forpligtelser, der kan stilles sikkerhed for. Det forekommer der-

⁵⁸ Jf. Rapporten, pkt. 10.3., s. 48

⁵⁹ For slutafregningsaftalers vedkommende kan der henvises til *U. R. Bang-Pedersen*, s. 33f samt *L. Højlund Christensen*, s. 64.

⁶⁰ Jf. FT 2003-04 A, s. 296.

for hensigtsmæssigt i det følgende samlet at behandle de finansielle forpligtelser, en aftale kan angå, når denne er indgået mellem, dels to parter, der begge er omfattet af VPHL § 58 b, stk. 1, nr. 1-5 og dels, hvor en part er omfattet heraf og den anden af VPHL § 58 b, stk. 1, nr. 6. For dernæst at fastlægge de finansielle forpligtelser, der kan foretages sikkerhedsstillelse for, når begge parter er omfattet af VPHL § 58 b, stk. 1, nr. 6.

3.2.3.1 Begge parter omfattet af VPHL § 58 b, stk. 1, nr. 1-5 eller én er omfattet heraf og den anden af VPHL § 58 b, stk. 1, nr. 6

Da direktivet, som tidligere nævnt som udgangspunkt skulle gælde mellem parter, hvoraf begge er omfattet af VPHL § 58 b, stk. 1, nr. 1-5, følger det umiddelbart heraf, at de i direktivet omfattede fordringer tillige er søgt opretholdt i VPHL kap 18 a som en konsekvens af arbejdsgruppens antagelse af, at direktivet er et minimumsdirektiv.

Det fremgår af VPHL § 58 e, stk. 1, at en aftale om finansiell sikkerhedsstillelse ikke er begrænset til kun at angå parternes – men også tillige tredjemands – *eksisterende, fremtidige, faktiske, betingede eller potentielle finansielle forpligtelser*. Bestemmelsen gennemfører direktivets artikel 2, stk. 1, litra f. En betinget fordring kan alene indgå i en aftale om finansiell sikkerhedsstillelse, såfremt den til fordringen knyttede betingelse respekteres af begge parter i aftalen. Således kan f.eks. en garanti eller kaution, hvor disse ikke er aktualiseret (betingelsen er ikke indtrådt) ikke direkte indgå i f.eks. en slutafregning. I stedet må man forsøge at værdiansætte disse på slutafregningstidspunktet.

Ens for de i VPHL § 58 e, stk. 1 opremsede fordringer er, at før end der kan stilles sikkerhed for disse i en aftale om finansiell sikkerhedsstillelse, skal der være tale om en finansiell forpligtelse. Det fremgår af VPHL § 58 e, stk. 2, at der ved *finansielle forpligtelser* forstås forpligtelser, der giver sikkerhedshaver ret til *kontant afregning* eller *levering af værdipapir*. Disse typer forpligtelser er således definatorisk finansielle forpligtelser omfattet af VPHL § 58 e, stk. 2. Det fremgår af bemærkningerne til bestemmelsen, at denne dækker alle forpligtelser, der vedrører omsætning af penge og værdipapirer hidhørende fra sædvanlige transaktioner på de finansielle markeder.⁶¹

3.2.3.1.1. Nærmere om kontant afregning som finansiell forpligtelse

Kontant afregning anses således ifølge bestemmelsen altid som en finansiell forpligtelse. Dette har gode grunde for sig, da man derved slipper for at foretage en vurdering af, om et krav i hvert enkelt tilfælde er finansielt. Man kan argumentere for, at VPHL § 58 e, stk. 2 på dette punkt går videre end direktivets artikel 2, stk. 1, litra e, hvilket skyldes den kontekst, som kontant afregning i artikel 2, stk. 1, litra e indgår i. Bestemmelsen synes således at lægge op til, at kravet på kontant afregning skal være knyttet til noget finansielt. *U. R. Bang-Pedersen* antager med rette, at bestemmelsen i VPHL § 58 e, stk. 2 er

⁶¹ Jf. *Ibid*, s. 296.

videregående, idet han anfører, at det forekommer velbegrunder, at man på grund af de oplagte vanskeligheder med at afgrænse finansielle pengekrav fra ikke-finansielle pengekrav har valgt den meget pragmatiske løsning at omfatte alle pengekrav uanset om de anses for finansielle i direktivets forstand.⁶² U. R. Bang-Pedersen fortsætter, idet det anføres, at dette synspunkt må opretholdes og ikke kan medføre, at bestemmelsen i VPHL § 58 e, stk. 2 skal fortolkes indskrænkende, da det af samme afsnit i Rapporten desuden fremgår, at f.eks. pengekrav hidrørende fra vareomsætning er finansielle forpligtelser omfattet af VPHL 58 e, stk. 2, at stk. 3 ellers havde været overflødig.⁶³ Hvilket synspunkt jeg kan tilslutte mig. Andre medlemsstater kan have implementeret direktivet således, at sondringen mellem finansiell og ikke-finansiell kontant afregning opretholdes. I så fald kan det blive afgørende for, hvilke fordringer der er omfattet, hvorvidt aftalen om finansiell sikkerhedsstillelse er undergivet dansk eller udenlandsk ret.

Bemærkningerne til lovforslaget angiver som eksempler på finansielle forpligtelser, at krav på kontant afregning, der følger af f.eks. ind- og udlån, krav opstået ved værdipapir- og valutahandel, herunder krav på betaling for valuta og værdipapirer samt fra børshandel i øvrigt, klart er omfattet af bestemmelsen.⁶⁴ Derved kan krav i forskellig valuta samt krav på levering af værdipapirer indgå i en aftale om finansiell sikkerhedsstillelse. Som nævnt i det foregående fremgår det af forarbejderne, at bestemmelsen i VPHL § 58 e, stk. 2 bl.a. dækker alle forpligtelser, der vedrører omsætning af penge. En aftale om finansiell sikkerhedsstillelse, herunder en slutafregningsaftale, kan dermed tillige omfatte så forskelligartede krav som f.eks. krav på erstatning uden for kontrakt, krav på betaling af købesummen for løsøre samt pengekrav efter negotiable og simple fordringer, jf. straks nedenfor.

To typer af pengekrav er dog undtaget fra, hvilke der kan anses for finansielle forpligtelser, dels *simple fordringer, der er sikret ved pant* og dels *kontoindestående, der er sikret mod retsforfølgning*. For så vidt angår simple fordringer, der er sikret ved pant – i f.eks. løsøre⁶⁵ – gælder den modifikation ifølge forarbejderne, at en pantthaver, der realiserer pantet, er forpligtet til at afregne den del af provenuet fra realisation, der overstiger den sikrede fordring til pantsætter. Dermed sikres det, at pantthaver ikke til skade for skyldnerens øvrige kreditorer eller en sekundær pantthaver opfylder denne forpligtelse ved i kraft af en slutafregningsaftale at modregne overfor pantsætter med usikrede krav på denne.⁶⁶ Det er således ikke med bestemmelsen tilsigtet at ændre ved det princip, der er fastslået i Højesteretspraksis, jf. UfR

⁶² Jf. U. R. Bang-Pedersen, s. 18.

⁶³ Jf. Ibid, s. 18, note 17.

⁶⁴ Jf. FT 2003-04 A, s. 296.

⁶⁵ Det er retskravets stiftelsestidspunkt, der er afgørende for, hvorvidt det restbeløb, der overstiger det sikrede krav, kan omfattes af en slutafregningsaftale. Situationen er derfor formentlig anderledes, når pantet består i en konto hos pantthaver (f.eks. et pengeinstitut). Da retskravet her må anses for stiftet ved indsættelsen af pengene på kontoen. Ved pant i løsøre kan retskravet tidligst anses for stiftet ved pantthaverens fyldestgørelse af de sikrede krav, se om diskussionen U. R. Bang-Pedersen, s. 20f.

⁶⁶ Jf. FT 2003-04 A, s. 296.

1959.66H. Det udtales herefter direkte i forarbejderne, at ”*et overskud efter realisation af en sikkerhed er således ikke en finansiel forpligtelse, der kan indgå i en slutafregning*”.⁶⁷

Derudover fremgår det tillige af VPHL § 58 f, stk. 3, at et indestående på en konto, der ikke kan gøres til genstand for retsforfølgning, heller ikke kan gøres til genstand for en slutafregning. Dette gælder selvom den kontoførende er i besiddelse af et krav, der giver kontohaver (f.eks. et kontoførende pengeinstitut) ret til kontant afregning. Da et sådant kontant indestående således ikke giver ret til en kontant afregning, er der ikke tale om en finansiel forpligtelse, som defineret i VPHL § 58 e, stk. 2, og der kan derfor ikke stilles sikkerhed for denne i forbindelse med en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse.

3.2.3.1.2 Nærmere om værdipapirer som finansiel forpligtelse

Det fremgår af VPHL § 58 e, stk. 2, at tillige *et krav på levering af værdipapirer* anses som en finansiel forpligtelse. Dette nødvendiggør, at der ligesom i det ovenstående foretages en nærmere afgrænsning heraf.

Som en finansiel forpligtelse anses derfor dels en købers krav på at få de erhvervede værdipapirer leveret f.eks. som følge af en almindelig aftale om køb af værdipapirer og dels et krav på at erhverve værdipapirerne som led i en finansiel kontrakt som f.eks. en optionsaftale. På linie hermed må tillige en pantsætters krav på tilbagelevering af værdipapirer fra en pantthaver, der har udnyttet en brugsret til værdipapirerne, være et krav på levering af værdipapirer, der kan omfattes af en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse.⁶⁸

VPHL indeholder i VPHL § 2 en nærmere definition af begrebet ”*værdipapirer*”. I mangel af holdepunkter for andet må det i VPHL § 58 e, stk. 2 anvendte begreb fastlægges i overensstemmelse hermed. Modsat er der i VPHL § 58 f, stk. 1 indsat et sådant holdepunkt, hvilket bevirker, at der alene kan stilles sikkerhed *med* de af VPHL § 2, stk. 1, nr. 1-5 omfattede værdipapirer, jf. VPHL § 58 f, stk. 1. Som finansielle forpligtelser efter VPHL § 58 e, stk. 2 anses således krav på levering af alle de i VPHL § 2, stk. 1, nr. 1-12 oplyste værdipapirer. Da sådanne krav derved anses som finansielle forpligtelser, kan disse umiddelbart omfattes af en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse, jf. VPHL § 58 e, stk. 2, jf. VPHL § 58 a, stk. 1.

Det bør imidlertid overvejes om begrebet ”*værdipapirer*” som anvendt i VPHL § 58 e, stk. 2 – og som det tillige er fastslået overfor – skal udfyldes i henhold til den fastsatte definition i VPHL § 2, eller om begrebet i relation til VPHL § 58 e, stk. 2 har et bredere anvendelsesområde end det i VPHL § 2 anførte. Specielt er bestemmelsen i VPHL § 2, stk. 1, nr. 5 her af interesse. Det følger af bestemmelsens ordlyd, at kun *pengemarkedsinstrumenter, der er optaget til notering på en fondsbørs*⁶⁹, anses for værdipapirer i relation til bestemmelserne

⁶⁷ Jf. Ibid, s. 296.

⁶⁸ Jf. U. R. Bang-Pedersen, s. 22.

⁶⁹ Et pengemarkedsinstrument er et instrument, der normalt omsættes på kapitalmarkedet.

i VPHL. På trods af dette synes *U. R. Bang-Pedersen* i relation til bestemmelsen i VPHL § 2, stk. 1, nr. 5, antageligt at være af den opfattelse, at tillige krav på levering af et pengemarkedsinstrument generelt, dvs. også selv om der som følge af manglende fondsbørsnotering ikke er tale om et ”værdipapir”, kan være omfattet af en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse, herunder en slutafregningsaftale.⁷⁰ *U. R. Bang-Pedersen* begrundet dette resultat med, at efter direktivets artikel 2, stk. 1, litra f), jf. litra e, omfatter ”relevante finansielle forpligtelser” krav på levering af pengemarkedsinstrumenter generelt. Han anfører videre, at uanset, at man ikke i direktivets definition af slutafregning i artikel 2, stk. 1, litra n, henviser til definition af ”relevante finansielle forpligtelser”, men alene til ”finansielle forpligtelser”, så må det forhold, at man i direktivet ikke lader det være afgørende, om et pengemarkedsinstrument er børsnoteret, føre til, at krav på levering af pengemarkedsinstrumenter generelt kan omfattes af en slutafregningsaftale. Endelig anfører *U. R. Bang-Pedersen* de lege ferenda, at man i øvrigt mere generelt kan diskutere det hensigtsmæssige i, at man kun har medtaget børsnoterede pengemarkedsinstrumenter i VPHL § 2, stk. 1, nr. 5.⁷¹

Anlægges der imidlertid en isoleret fortolkning af den danske gennemførelseslov kan det være svært at finde holdepunkter for en sådan fortolkning. Det kan således anføres, at når lovgiver netop i VPHL § 58 e, stk. 2 vælger at anvende begrebet ”værdipapirer”, sker dette – angiveligt – ganske velvidende om, at begrebet således derved bliver begrænset til at omfatte de i VPHL § 2 oplyste typer instrumenter, der herefter anses for værdipapirer.⁷² Værdipapirer efter § 2 er netop karakteriseret ved, at deres udstedelse og omsætning primært har et finansiel formål, at de omsættes på kapitalmarkedet, samt at de er standardiserede.⁷³ Med tanke herpå ville det være oplagt om lovgiver – såfremt lovgiver ønskede, de ikke-børsnoterede pengemarkedsinstrumenter omfattet – havde tilkendegivet dette. En sådan tilkendegivelse ses dog ikke givet – hverken i Rapporten eller i forarbejderne. Uden et sådant sikkert holdepunkt forekommer det betænkeligt at gå imod ordlyden af bestemmelsen i VPHL § 58 e, stk. 2, der specifikt kræver, at der er tale om ”værdipapirer”, jf. VPHL § 2. Der må således som minimum kræves sikker tilkendegivelse fra lovgiver, såfremt dette begreb ikke skal fastlægges i overensstemmelse med definitionen i § 2, navnlig nr. 5. Derimod synes det i forarbejderne til den tidligere gældende bestemmelse i VPHL § 58 forudsat, at aftaler om ikke-børsnoterede pengemarkedsinstrumenter var omfattet af bestemmelsen.⁷⁴ Som det er fremgået, er det således særdeles tvivlsomt, at om lovgiver ved at benytte begrebet værdipapirer har tilsigtet at begrænse rækkevidden af direktivet ved brug af begrebet. Såfremt dette ikke var lovgivers hensigt, ville det have forekommet naturligt, at lov-

⁷⁰ Jf. *U. R. Bang-Pedersen*, s. 22.

⁷¹ Jf. *Ibid*, s. 22f

⁷² VPHL § 2 fastlæggelse er dog ikke en udtømmende definition af værdipapirer, men kan udvides efter nr. 12 af Finanstilsynet.

⁷³ Jf. *J. L. Hansen*, s. 18.

⁷⁴ Jf. FT 1995-1996 A, s. 2014.

giver som tidligere anført f.eks. havde fremsat en udtalelse i forarbejderne lig den fra forarbejderne til den tidligere bestemmelse i VPHL § 58. Da et sådant fortolkningsbidrag ikke ses fremsat er det formentlig rigtigst – ud fra en isoleret dansk fortolkning af bestemmelsen i VPHL § 58 e, stk. 2 – ikke, at anse de ikke-børsnoterede pengemarkedsinstrumenter for omfattet af bestemmelsen, jf. VPHL § 58 e, stk. 2, jf. VHPL § 2, stk. 1, nr. 5.

Anlægges der derimod en *EU-konform fortolkning* af den danske gennemførelseslovs overensstemmelse med direktivets artikel 2, stk. 1, litra f, der indeholder en direkte henvisning til direktivets artikel 2, stk. 1, litra e om finansielle instrumenter, og hvori ”pengemarkedsinstrumenter” nævnes, må begrebet ”pengemarkedsinstrumenter” fastlægges i overensstemmelse med den EU-retlige definition, der fremgår af investerings servicedirektivets⁷⁵ artikel 1, stk. 1, nr. 5.⁷⁶ Heri genfindes ikke en sondring mellem, om et pengemarkedsinstrument er børsnoteret eller ej. Således omfatter direktivets artikel 2, stk. 1, litra e altså pengemarkedsinstrumenter generelt, og således må en EU-konform fortolkning af VPHL § 58 e, stk. 2 antageligt føre til, at krav på levering af pengemarkedsinstrumenter generelt – børsnoteret såvel som ikke-børsnoterede pengemarkedsinstrumenter – således er omfattet af det anvendte begreb ”værdipapirer” i VPHL § 58 e, stk. 2. Resultatet af en sådan EU-konform fortolkning af VPHL § 58 e, stk. 2 medfører således formodentlig, at der som led i en aftale om finansiell sikkerhedsstillelse derved godt kan stilles sikkerhed for finansielle forpligtelser, der hidrører fra ikke-børsnoterede pengemarkedsinstrumenter. Kritisabelt er det blot, at man hverken i arbejdsgruppen eller i forarbejderne synes at have været opmærksom på den uoverensstemmelse mellem VPHL §§ 58 e, stk. 2, jf. 2, stk. 1, nr. 5 og direktivets artikel 2, stk. 1, litra f, jf. litra e, der eksisterer. Såfremt der således anlægges en EU-konform fortolkning af bestemmelsen i VPHL § 58 e, stk. 2, kan det af *U. R. Bang-Pedersens* fremsatte synspunkt, at en slutafregningsaftale tillige kan omfatte ikke-børsnoterede pengemarkedsinstrumenter, formentlig accepteres, ligesom disse mere generelt kan indgå i aftaler om finansiell sikkerhedsstillelse generelt. Der er imidlertid tale om et synspunkt, som ikke kan opretholdes ud fra en isoleret dansk fortolkning af VPHL § 58 e, stk. 2 og dennes forarbejder.

Efter VPHL § 58 e, stk. 2 er det et krav, at der er tale om et krav på levering af værdipapirer. Det er derfor væsentligt at være opmærksom på det forhold, at f.eks. den blotte besiddelse af et værdipapir ikke er et krav på levering af værdipapiret. Dette medfører, at værdipapirer, som et pengeinstitut f.eks. opbevarer eller er kontoførende institut for på en kundes konto i VP, ikke kan omfattes af en aftale om fi-

⁷⁵ Rådets direktiv 93/22/EØF af 10. maj 1993 om investerings service i forbindelse med værdipapirer. Investerings service-direktivet er nu ophævet og erstattet af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF af 21. april 2004 om markeder for finansielle instrumenter mv. Det fremgår af artikel 4, stk. 1, nr. 19 i direktiv 2004/39/EF, at det omfatter ethvert pengemarkedsinstrument, der normalt omsættes på kapitalmarkedet.

⁷⁶ Jf. tillige Rapporten, pkt. 5.3.1., s. 30 samt nedenfor under afsnit 3.2.4.2.

nansiel sikkerhedsstillelse. Sikring af krav i disse værdipapirer må foretages efter de almindelige panteretlige regler herom.⁷⁷

Bestemmelsen i VPHL § 58 e, stk. 2 omfatter efter sin ordlyd som udgangspunkt alene krav på levering af værdipapirer. Dermed kan krav på levering af f.eks. løsøre og tjenesteydelser ikke være finansielle forpligtelser og kan følgelig heller ikke omfattes af en aftale om finansiell sikkerhedsstillelse. *U. R. Bang-Pedersen* antager dog, at et krav på levering af råvarer, på trods af VPHL § 58 e, stk. 2's ordlyd, formentlig er omfattet, såfremt kravet på leveringen er opstået som led i råvarebørshandel. Dette begrundes med, at det i VPHL § 58 e, stk. 3 udtrykkeligt er bestemt, at forpligtelser hidrørende fra råvarebørshandel kan omfattes af en slutfregningsaftale mellem parter, der er omfattet af VPHL § 58 b, stk. 1, nr. 6, dvs. mellem erhvervsvirksomheder, der ikke er finansielle institutioner.⁷⁸ Dette kan tiltrædes, eftersom forarbejderne til VPHL § 58 e, stk. 3 generelt taler om *forpligtelser* hidrørende fra børshandel, hvorfor bestemmelsen ikke kan fortolkes således, at denne kun angår *pengekrav* hidrørende fra råvarebørshandel, men tillige krav på levering af råvarer, når kravet er opstået som led i råvarebørshandel. Da der ikke ses anført nogen begrundelser for, at en fordring af denne type, der kan omfattes af en aftale om finansiell sikkerhedsstillelse mellem to ikke-professionelle aktører, jf. VPHL § 58 b, stk. 1, nr. 6, ikke også skulle kunne omfattes af en aftale om finansiell sikkerhedsstillelse mellem to finansielle institutioner, jf. VPHL § 58 b, stk. 1, nr. 1-5, må et krav på levering af råvarer tillige anses som en finansiell forpligtelse, der er omfattet af VPHL § 58 e, stk. 2 og kan således indgå som led i en aftale om finansiell sikkerhedsstillelse – også mellem finansielle institutioner, jf. VPHL §§ 58 b, stk. 1, nr. 1-5, jf. 58 e, stk. 2, jf. § 58 a, stk. 1.

Specifikt skal den situation nævnes, at en af parterne er omfattet af VPHL § 58 b, stk. 1, nr. 1-5 og den anden part, der er omfattet af VPHL § 58 b, stk. 1, nr. 6 er *en enkeltmandsvirksomhed*. Dette kan lade sig gøre, da enkeltmandsvirksomhed – modsat fysiske personer i øvrigt – er omfattet af VHPL 18 a. For så vidt angår den her omtalte situation, følger det heraf, at alene de forpligtelser ”*som en fysisk person måtte pådrage sig, og som ikke har tilknytning til dennes enkeltmandsvirksomhed, eksempelvis et banklån til privat forbrug, ikke anses for finansielle forpligtelser.*”⁷⁹ Den lige anførte passus fra forarbejderne må fortolkes således, at når det skal afgøres, hvilke af den fysiske persons aktiver og forpligtelser, der er omfattet af VHPL § 58 b, stk. 1, nr. 6, må der lægges vægt på, om disse kan henføres til enkeltmandsvirksomheden. Afgørende bliver dernæst om disse i øvrigt efter 58 e, stk. 2 kan anses for finansielle forpligtelser.⁸⁰

⁷⁷ Jf. *U. R. Bang-Pedersen*, s. 23.

⁷⁸ Jf. *Ibid*, s. 23

⁷⁹ Jf. FT 2003-04 A, s. 296.

⁸⁰ For en uddybende diskussion vedrørende bl.a., hvilken betydning regler om slutfregning har for fakturabelåningsarrangementer, henvises til *U. R. Bang-Pedersen*, s. 26ff.

3.2.3.2 Begge parter er omfattet af VPHL § 58 b, stk. 1, nr. 6

Aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse, der indgås mellem to erhvervsvirksomheder, herunder bl.a. enkeltmandsvirksomheder, er som tidligere anført i afsnit 4.2.3.1.2, ikke omfattet af direktivet, men er en følge af, at man i Danmark valgte at foretage en bred implementering af direktivet, hvorved reglerne i VPHL kap 18 a tillige blev anvendelige på aftaler indgået mellem disse parter. Lovgiver valgte i stedet at foretage en indsnævring af, hvilke fordringer, der kan omfattes af en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse, når begge parter er omfattet af VPHL § 58 b, stk. 1, nr. 6. Det fremgår af Rapporten, at begrænsningen blev indsat for ”at sikre, at fordringer hidrørende fra sådanne to parter indbyrdes vareomsætning og levering af andre tjenesteydelser end finansielle tjenesteydelser ikke kan gøres til genstand for en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse.”⁸¹ Begrundelsen for at undtage disse typer fordringer var angiveligt, at man befrygtede, at man ellers ville kunne benytte en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse til at unddrage visse transaktioner fra omstødelse efter konkurslovens § 69.⁸² Krav, der stammer fra parternes løbende samhandel, f.eks. tilgodehavende for levering af varer m.v. – bortset fra handel på råvarebørs, er således ikke omfattet af stk. 3.⁸³

Det fremgår således af VPHL § 58 e, stk. 3, at kun fordringer hidrørende fra *valuta- og værdipapirhandel*, fra *råvarebørshandel* samt fra *ind- og udlån* af penge for finansielle forpligtelser kan omfattes af en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse. Der er således sket en udvidelse af, hvilke fordringer der kan omfattes af en aftale om f.eks. slutafregning, der er indgået som led i en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse. Således kan krav opstået ved råvarebørshandel dvs. såvel krav på levering af råvarer som krav på betaling herfor, samt krav opstået ved ind- og udlån af penge nu omfattes af en sådan.⁸⁴ For så vidt angår krav opstået ved råvarebørshandel gælder den betingelse, at der skal være tale om handel på en organiseret markedsplads.⁸⁵ For så vidt angår krav opstået ved ind- eller udlån, skal der være tale om krav opstået ved ind- eller udlån af penge.⁸⁶ Derudover gælder de samme begrænsninger som følger af VPHL § 58 e, stk. 2, jf. afsnit 3.2.3.1.1.

3.2.3.3. Afgrænsning af fordringer omfattet af en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse

Forarbejderne til VPHL § 58 e fremhæver udtrykkeligt, at det af en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse skal fremgå, hvilke fordringer, der er sikrede, og som i tilfælde af misligholdelse kan fyldestgøres via sikkerhedens værdi.⁸⁷ Sikkerhedshaveren bør således være opmærksom på, at den finansielle sikkerhedsstillelse ikke automatisk ligger til sikkerhed for enhver finansiel forpligtelse, som sikkerhedsstiller påta-

⁸¹ Jf. Rapporten, pkt. 5.2.2., s. 30.

⁸² For en uddybning heraf, se U. R. Bang-Pedersen, s. 31f.

⁸³ Jf. FT 2003-04 A, s. 296.

⁸⁴ Krav der stammer fra valuta- og værdipapirhandel var også omfattet af den tidligere bestemmelse i VPHL § 58.

⁸⁵ Jf. J. L. Hansen, s. 461 samt U. R. Bang-Pedersen, s. 30.

⁸⁶ Jf. U. R. Bang-Pedersen, s. 30.

⁸⁷ Jf. FT 2003-04 A, s. 296.

ger sig overfor sikkerhedshaver.⁸⁸ Kravet om, at det skal fremgå af aftalen, hvilke fordringer, der er sikret, skal dog ikke forstås således, at de omfattede fordringer skal være individuelt opregnet i aftalen og f.eks. en angivelse af, at aftalen omfatter det til enhver tid værende mellemværende mellem parterne, er således tilstrækkeligt.⁸⁹ Således fremgår det da også af Finansrådets standardaftale pkt. 1. ”*De sikrede forpligtelser*”, at disse kan være de ”*finansielle forpligtelser, der hidrører fra forretninger indgået med banken under én eller flere af følgende rammeaftaler*”⁹⁰. Der er derudover mulighed for at vælge, at ”*finansiel sikkerhed stilles tillige for alle kundens øvrige eksisterende eller fremtidige, faktisk, betingede eller potentielle forpligtelser over for banken.*”

Konsekvensen af, at en forpligtelse ikke kan kvalificeres som en finansiel forpligtelse efter VPHL § 58 e, stk. 2, er, at den ikke er omfattet af VPHL kap 18 a, hvorved den således ikke kan indgå i en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse efter VPHL 58a, herunder en aftale om slutafregning eller løbende netting.

3.2.4. Hvilke fordringer kan der stilles sikkerhed med i en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse

Den sidste og tredje betingelse, der skal være opfyldt for, at en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse kan indgås, vedrører selve sikkerhedsstillingen og er reguleret i VPHL § 58 f. Bestemmelsen fastlægger, hvad der kan tjene som sikkerhed i en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse og gennemfører direktivets artikel 1, stk. 4, jf. stk. 1 samt artikel 2, stk. 1, litra i, jf. stk. 4.

Det fremgår af bestemmelsen i VPHL § 58 f, stk. 1, at sikkerhed i henhold til en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse kun kan bestå af *kontanter, hvorved der forstås penge, der er krediteret en konto, (fremover kontoindeståender) eller værdipapirer omfattet af VPHL § 2, stk. 1, nr. 1-5.*

3.2.4.1. Nærmere om sikkerhedsstillelse med kontoindeståender

Bestemmelsens krav om, at kontanterne skal være krediteret en konto, medfører implicit, at *fysiske penge* ikke er omfattet og derved ikke kan tjene som sikkerhed. At ”*pengene skal være krediteret*” medfører tillige, at *simple fordringer* – f.eks. fakturakrav – ikke kan anvendes til sikkerhed. Det udtales i forarbejderne til bestemmelsen, at disse ikke kan ”*anvendes som sikkerhed i henhold til en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse, medmindre der er tale om et kontoindestående, hvorved forstås penge krediteret en konto typisk i form af et indskud i et pengeinstitut.*”⁹¹ Derudover opstiller bestemmelsen i VPHL § 58 f, stk. 3 nogle yderligere betingelser til den konto eller de konti, en part ønsker at benytte som sikkerhed, jf. tillige afsnit 3.2.3.1.1. Således fastholdes kravet om, at ingen konti, der ikke kan gøres til genstand for retsforfølgning, kan anvendes til sikkerhed eller gøres til genstand

⁸⁸ Jf. Ibid, s. 296.

⁸⁹ Jf. U. R. Bang-Pedersen, s. 11.

⁹⁰ Jf. note 3.

⁹¹ Jf. FT 2003-04 A, s. 296.

for slutfregning. Som eksempler på sådanne konti, hvor indeståendet ikke kan anvendes til sikkerhed, kan f.eks. nævnes skattebegunstigede opsparingsordninger⁹², klientkonti samt erstatninger undtaget fra retsforfølgning.^{93 94}

3.2.4.2 Nærmere om sikkerhedsstillelse med værdipapirer omfattet af VPHL § 2, stk. 1, nr. 1-5

Derudover kan sikkerheder i en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse tillige være værdipapirer omfattet af VPHL § 2, stk. 1, nr. 1-5, jf. VPHL § 58 f, stk. 1. I modsætning til bestemmelsen i VPHL § 58 e, stk. 2 har man i bestemmelsen således valgt at foretage en indsnævring af, hvilke værdipapirer, der kan ligge til sikkerhed for en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse. Det fremgår af Rapporten, at ”*definitionen af finansielle instrumenter omfatter, hvad der svarer til investerings servicedirektivets definition af værdipapirer samt pengemarkedsinstrumenter.*”⁹⁵ Arbejdsgruppen anfører videre, at denne ”*har overvejet, om der skulle gives mulighed for at anvende andre sikkerhedstyper end de, der følger af direktivet, og som svarer til de værdipapirer og instrumenter, der er omfattet af værdipapirhandelslovens § 2, stk. 1, nr. 1-5.*”⁹⁶ Arbejdsgruppen synes således at have forudsat, at direktivets begreb i artikel 2, stk. 1, litra e, ”pengemarkedsinstrumenter” fastlægges på samme måde som i VPHL § 2, stk. 1, nr. 5. Dette er fejlagtigt, jf. om diskussionen og fastlæggelsen af begrebet i EU-retlig sammenhæng ovenfor under afsnit 3.2.3.1.2. Det er således tvivlsomt, om der, som led i en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse, kan stilles sikkerhed i form af ikke-børsnoterede pengemarkedsinstrumenter. Derimod forekommer den nærmere begrundelse for at fastholde, at kun de af VPHL § 2, stk. 1, nr. 1-5 omfattede værdipapirer kan stilles til sikkerhed for en finansiel forpligtelse for berettigede, da man derved sikrede sig mod de eventuelle uønskede konsekvenser af, at det blev muligt at anvende alle typer af simple fordringer som sikkerheder i en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse.⁹⁷

Som anført i bestemmelsen skal et værdipapir, for at kunne tjene som sikkerhed, være af en type, der falder ind under VPHL § 2, stk. 1, nr. 1-5. I så fald kan der ikke ud af bestemmelsen læses noget krav om, at værdipapiret behøver være *dematerialiseret* – modsat kontanter. *J. L. Hansen* anfører dog, at opbevaringen af sådanne værdipapirer normalt i praksis vil være registreret, enten fordi der er tale om fondsaktier, eller fordi de fysiske værdipapirer opbevares i et depot.⁹⁸ Om-

⁹² F.eks. ratepension og kapitalpension er undtaget fra retsforfølgning under forløbet, jf. § 11 i lov nr. 293 af 24. april 1996 om visse civile retlige forhold m.v. ved pensionsopsparing i pengeinstitutter.

⁹³ Jf. f.eks. RPL § 513, stk. 1 ifølge hvilken, der ikke kan foretages udlæg i invaliditets- eller forsørgertabserstatning, som ved indsættelse på særskilt konto i bank eller sparekasse eller på anden måde er holdt klart adskilt fra skyldnerens øvrige formue.

⁹⁴ Jf. FT 2003-04 A, s. 297.

⁹⁵ Jf. Rapporten, pkt. 5.2.1., s. 30.

⁹⁶ Jf. Ibid, pkt. 5.3.2, s. 30f.

⁹⁷ Jf. FT 2003-04 A, s. 296f.

⁹⁸ Jf. *J. L. Hansen*, s. 462.

fattet af bestemmelsen er således f.eks. aktier, obligationer, værdipapirer, hvortil aktier og obligationer kan erhverves, andele i investeringsforeninger mv. Derimod kan f.eks. futures, valutaterminsforretninger⁹⁹ og tilsvarende finansielle instrumenter eller pantebreve med pant i fast ejendom eller løsøre ikke være sikkerhed i en aftale om finansiell sikkerhedsstillelse. Det fremgår desuden af VPHL § 58 f, stk. 2, at egne aktier, aktier i tilknyttede virksomheder og aktier i selskaber, der har til formål at eje nødvendige produktionsmidler eller fast ejendom til brug for aktionærene, heller ikke er omfattet.

Såfremt parterne i en aftale om finansiell sikkerhedsstillelse benytter andre former for sikkerhed end de, der fremgår af bestemmelsen, bevirker dette dog, at VPHL kap 18 a ikke finder anvendelse på aftalen for så vidt angår de sikkerheder, der ikke er omfattet af bestemmelsen.

Sikkerhedsstillelsen omfatter såvel pantsætning i traditionel forstand som overdragelse af ejendomsret til sikkerhed, jf. VPHL § 58 a, stk. 1, 2. pkt. Det vil således være naturligt at undersøge nærmere, hvilke betingelser, der nærmere knytter sig til etableringen af sådanne sikkerhedstyper.

3.2.5 Generelt om klassificeringen af aftaler om overdragelser til eje og overdragelse til sikkerhed

Det fremgår af VPHL § 58 a, stk. 1, 2. pkt., at sikkerhedsstillelsen kan bestå i enten pantsætning eller en overdragelse af ejendomsret. For så vidt angår *sikkerhedsstillelse i form af pantsætning*, så har det længe i dansk ret været muligt at anvende denne type sikkerhedsstillelse. Udover at det i VPHL § 58 f, stk. 1 præciseres, hvilke typer fordringer der kan stilles sikkerhed med i form af pantsætning i en aftale om finansiell sikkerhedsstillelse, finder dansk rets almindelige regler herom anvendelse.

For så vidt angår reglerne om *sikkerhedsstillelse i form af overdragelse af ejendomsret* indebærer direktivet derimod et brud med dansk rets almindelige udgangspunkt om ”realitet frem for formalitet”. Udgangspunktet indebærer normalt, at selvom parterne i deres aftale (formelt) har benævnt en sikkerhedsstillelse som en overdragelse til eje, at man ikke opretholder denne klassificering, hvis der (reelt) alene er tale om en overdragelse til sikkerhed. Da der således reelt er tale om en pantsætning og ikke en overdragelse til eje, selvom dette formelt fremgår af aftalen, vil aftalen blive kvalificeret som en pantsætning med krav om overholdelse af de dertilhørende sikringsakter. En sådan ”realitet frem for formalitet” betragtning skal ikke foretages i relation til en sikkerhedsstillelse, som sker som led i en aftale om finansiell sikkerhedsstillelse. Dette er et resultat af det erklærede mål, der fremgår af direktivets præambel, betragtning 3. Ifølge denne betragtning bør der således skabes en fællesskabsordning også med hensyn til overdragelse af ejendomsret, herunder genkøbsaftaler (re-

⁹⁹ Dvs. en bindende aftale mellem en virksomhed og en bank om køb eller salg af et beløb i én valuta mod betaling i en anden valuta eller inden en bestemt dato. Disse var omfattet af den tidligere bestemmelse i VPHL § 58, jf. *C. D. Hesthaven*, s. 31.

po'er)¹⁰⁰. Dette synspunkt cementeres herefter i direktivets artikel 6, hvorefter det påhviler medlemsstaterne at sikre, at en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse i form af overdragelse af ejendomsret kan få virkning i overensstemmelse med de i aftalen fastsatte vilkår. Bestemmelsen er udtryk for et opgør med den diversitet, der findes i de forskellige medlemslande, hvor nogle medlemslande konsekvent lægger aftalens egen *formelle* klassificering til grund, hvorimod andre, herunder Danmark, klassificerer aftalerne – som enten overdragelse til eje eller som pantsætningerne – alt efter deres *reelle* indhold. Må det således antages, at erhververens primære interesse er aktivets realisationsværdi, foreligger der således efter gældende ret som udgangspunkt en pantsætning, selvom parterne har betegnet aftalen en overdragelse til eje.¹⁰¹

Som begrundelse for at alle medlemsstater skal opretholde en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse efter sit formelle indhold og ikke sit reelle indhold anføres i bemærkningerne til den oprindelige artikel 7, at man derved undgår den uheldige virkning, at *”hvor sikringskravene for en repo er anderledes end kravene til et pant, er konsekvensen af en omkarakterisering, at sidstnævnte ikke vil blive fyldestgjort, og at hele aftalen om sikkerhedsstillelse derfor kan blive ugyldig”*.¹⁰² Det fremgår tillige af bemærkningerne til den danske gennemførelseslov, at bestemmelsen skal sikre, *”at der inden for Den Europæiske Union opnås ensartede regler for repo-forretninger, da der ikke er ensartede regler i medlemslandene for, om repo-forretninger betragtes som pantsætning eller anses for overdragelse af ejendomsret til de underliggende værdipapirer.”*¹⁰³ Således fjerner direktivets artikel 6 og den danske bestemmelse i VPHL § 58 k denne risiko ved udtrykkeligt at fastsætte, at aftaler om overdragelse af ejendomsret ikke må omkarakteriseres f.eks. i tilfælde af en parts konkurs til aftaler om pantsætninger. Herved fjernes risikoen for, at sikkerhedsstillelsen bliver anset for ugyldig i tilfælde af en parts konkurs pga., at sikringsakten for pant ikke er korrekt iagttaget. Direktivets artikel 6 er blevet implementeret i VPHL § 58 k, hvorved sikres, at aftaler om overdragelse af ejendomsret som led i en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse ikke kvalificeres som pantsætninger, uanset at ejendomsoverdragelsen reelt sker til sikkerhed, når aftalen skal bedømmes efter dansk ret.

Parterne i en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse bør dog være opmærksom på, at det alene er de sikkerhedstyper, der fremgår af VPHL § 58 f, stk. 1, hvor en overdragelse af ejendomsret skal anses som en overdragelse til eje – uanset om overdragelsens reelle formål er sikkerhedsstillelse. Da det således fremgår af VPHL § 58 f, stk. 1, at bl.a. alene værdipapirer omfattet af VPHL § 2, stk. 1, nr. 1-5 kan ligge til sikkerhed for en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse, ænd-

¹⁰⁰ Dvs. låneforretninger, hvor der stilles sikkerhed ved overdragelse af værdipapirer, med en samtidig aftale om tilbagesalg til et aftalt tidspunkt og en aftalt pris.

¹⁰¹ Jf. FT 2003-04 A, s. 301.

¹⁰² Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om finansiel sikkerhedsstillelse, KOM(2001)168, s. 9, begrundelsen til den foreslåede artikel 7.

¹⁰³ Jf. FT 2003-04 A, s. 294f.

res retsstillingen ikke for aftaler vedrørende overdragelse af f.eks. løsøre og pantebreve i fast ejendom – selvom pantebreve tillige er værdipapirer, jf. VPHL § 2, stk. 1, nr. 11. Da disse sikkerhedstyper således ikke kan indgå i en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse, fastholdes udgangspunktet om ”realitet frem for formalitet” for disses aftalers vedkommende. For de sikkerhedstyper, der således ikke er omfattet af VPHL § 58 f, stk. 1, er det således stadig aftalens reelle indhold, der er afgørende for, om sikringsakten ved pantsætning skal iagttages, for at der kan opnås beskyttelse mod overdragerens kreditorer.¹⁰⁴ Såfremt en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse således angiver at overdrage dels et værdipapir omfattet af VPHL § 2, stk. 1, nr. 1-5 samt dels et værdipapir omfattet af VPHL § 2, stk. 1, nr. 6-12 til eje, selvom overdragelsens reelle formål er sikkerhedsstillelse – må fiktionen opretholdes for så vidt angår det første værdipapir, hvorimod realiteten af overdragelse bliver afgørende ved bedømmelsen af sidstnævnte værdipapir, jf. VPHL §§ 58 k, stk. 1, jf. 58 f, stk. 1.

Det blev endvidere i relation til bestemmelsen i direktivets artikel 6 diskuteret i arbejdsgruppen, hvorvidt bestemmelsens krav om at sikre at en overdragelse af ejendomsret som led i en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse kan få virkning i overensstemmelse med de i aftalen fastsatte vilkår. Det diskuteres om, hvorvidt denne tillige skulle forstås således, at denne forhindrede omstødelse – ved sikkerhedsstillerens konkurs – hvis sikkerhedsstillelsen i øvrigt kunne omstødes i tilfælde af, at den var sket i form af pantsætning for f.eks. allerede bestående gæld eller den på anden måde tilgodeså sikkerhedshaver på de andre kreditors bekostning.¹⁰⁵ Det var dog ikke arbejdsgruppens vurdering, at artikel 6 udelukkede, at der kunne ske omstødelse efter reglerne om omstødelse af pant. Vurderingen blev således dels baseret på hensynene bag direktivets artikel 8, stk. 4, og dels på at der tillige var opnået enighed blandt medlemsstaterne om en sådan fortolkning på et møde afholdt i regi af Kommissionen i juli 2003.¹⁰⁶ Det er derfor tydeliggjort ved affattelsen af bestemmelsen i VPHL § 58 k, stk. 1, at det alene er i forhold til *sikringsakten* samt *realisationen*, at aftalen om finansiel sikkerhedsstillelse tillægges virkning i forhold til de fastsatte vilkår. Det fremhæves derfor tillige eksplicit i bemærkningerne til lovforslaget, at man i relation til omstødelse forsat vil se på aftalens reelle indhold.¹⁰⁷ En sådan løsning forekommer korrekt. Medfører sikkerhedsstillelsen derfor en utilbørlig begunstiggelse af sikkerhedshaver på de øvrige kreditors bekostning eller har den alene til formål at sikre allerede bestående gæld, skal sikkerhedsstillelsen i relation til omstødelse behandles som et pant og ikke som en overdragelse af ejendomsret.

Til enhver pantsætning eller overdragelse af ejendomsret knytter sig imidlertid et almindeligt princip om *individualisering*. Det er således en nødvendig betingelse for at opnå beskyttelse i forhold til tredjemand, at genstanden for rettigheden er individualiseret. Såfremt det

¹⁰⁴ Jf. FT 2003-04 A, s. 302.

¹⁰⁵ Jf. Rapporten pkt. 9.2., s. 41.

¹⁰⁶ Jf. Ibid, pkt. 9.2., s. 41f.

¹⁰⁷ Jf. FT 2003-04 A, s. 302.

te krav er opfyldt forudsætter beskyttelse mod tredjemand efter omstændighederne, at der yderligere foretages en sikringsakt. Dette princip om individualisering samt de nærmere betingelser, der knytter sig til sikringsaktens foretagelse, indeholder direktivet imidlertid ikke en fællesskabsretlig materiel harmonisering af, jf. straks nedenfor.

For så vidt angår kravet om individualisering, fremgår det umiddelbart af direktivets præambel, betragtning 19, at ”*denne brugsret berører dog ikke national lovgivning om adskillelse af aktiver ...*”. For så vidt angår kravet om sikringsakt, fremgår det af direktivet artikel 3, at medlemsstaterne ikke kan betinge sikringsaktens gyldighed af *formelle handlinger*. Som eksempler på sådanne formelle handlinger kunne bl.a. nævnes bekendtgørelse i en avis eller tidsskrift eller oprettelse af et dokument i en særlig form eller på en særlig måde.¹⁰⁸ Noget nærmere harmonisering af medlemsstaternes materielle regler vedrørende sikringsakten har imidlertid ikke kunnet lade sig gøre. Såfremt en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse derved angiver, at dansk ret skal finde anvendelse, må det afgøres efter de almindelige gældende materielle regler i dansk ret om individualisering, sikringsakt og rådighedsberøvelse, hvorvidt en overdragelse til eje eller sikkerhed af de i VPHL § 58 f, stk. 1 omtalte sikkerheder skal respekteres af tredjemand. De omtalte regler skal ikke forfølges længere i dette speciale.¹⁰⁹

4. Brugsret

Bestemmelsen i VPHL § 58 g, der gennemfører direktivets artikel 5 om brugsret, udgør en nydannelse i dansk ret. Således indfører bestemmelsen en klar lovhjemmel, hvormed parterne kan aftale, at den ene part (sikkerhedshaver) har brugsret til de af den anden part (sikkerhedsstiller) pantsatte sikkerheder. Det fremgår af VPHL § 58 g, stk. 1, 2. pkt., at sikkerhedshaver ved aftalt brugsret kan overdrage de modtagne sikkerheder eller nogle af disse til tredjemand til eje eller til sikkerhed. Sikkerhedshaveren kan således disponere over det pantsatte, som var det sikkerhedshavers ejendom.¹¹⁰ Det udtaltes tillige i forarbejderne til bestemmelsen, at ”*brugsretten giver sikkerhedshaver mulighed for at udøve en ejers rådighed over det pantsatte ved salg eller ved anvendelse af det pantsatte som sikkerhed.*”¹¹¹

Bestemmelsen er båret af to hovedhensyn. For det første sikrer man med bestemmelsen, at der ikke opstår værdipapirmangel efterhånden, som brugen af sikkerheder i finansielle forhold stiger. For det andet har bestemmelsen til formål at sikre lavere finansieringsomkost-

¹⁰⁸ Jf. Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om finansiel sikkerhedsstillelse, KOM(2001)168, s. 21, artikel 4, stk. 2, litra c og a.

¹⁰⁹ Om indlånskonti se *L. Hedegaard Kristensen*, s. 271ff. Om problemstillingerne vedrørende værdipapirer, se bl.a. *U. R. Bang-Pedersen* i *Juristen*, 2004, s. 176f, *B. Iversen*, s. 192, *L. Hedegaard Kristensen*, s. 353ff, *B. Iversen* og *L. Hedegaard Kristensen*, s. 72f, med flere henvisninger.

¹¹⁰ Jf. Rapporten, pkt. 8.1., s. 36.

¹¹¹ Jf. FT 2003-04 A, s. 297.

ninger for sikkerhedsstillere, da sikkerhedshaver via brugsretten nu får mulighed for at skabe en indtjening herigennem.¹¹²

En forudsætning for, at ovenstående formål kan opnås, er dog, at sikkerhedshaveren kan udnytte brugsretten hurtigt og effektivt. De stillede sikkerheder kan enten bestå af kontoindeståender eller værdipapirer omfattet af VPHL § 2, stk. 1, nr. 1-5 (idet følgende værdipapirer), jf. VPHL § 58 f, stk. 1. I de tilfælde, hvor den stillede sikkerhed således alene består i et kontoindestående, kan brugsretten let udnyttes hurtigt og effektivt. Andre større problemer knytter der sig til forholdet, når sikkerheden stilles i form af pantsætning af værdipapirer, der er registreret på en individuel konto i Værdipapircentralen A/S (fremover VP), dvs. fondsaktiver, hvortil der er knyttet en brugsret.¹¹³ Der vil i det følgende blive fokuseret på denne problemstilling.

Problemet er afledt af de begrænsninger, der fremgår af den registreringsmulighed, som indretningen og opbygningen af VP's registre opstiller. Således er det muligt på sikkerhedsstillers individuelle konto i VP at registrere, at værdipapirerne herpå er pantsat til brug. Derved er der imidlertid ikke ændret ved, at kun en person – nemlig kontohaver (her sikkerhedsstillere) i registret kan indsættes som formelt legitimeret til at råde over kontoen i VP – og netop heri består problemet. Således skaber en registrering af en panteret med brugsret ikke en legitimation for sikkerhedshaveren til at udnytte sin brugsret til værdipapirerne, førend et samtykke fra kontohaver (sikkerhedsstillere) er indhentet. At sikkerhedshaver er nødt til at indhente et samtykke fra sikkerhedsstillere, førend en brugsret kan udnyttes, og f.eks. et salg af værdipapirerne effektueres, modvirker, at brugsretten kan udnyttes let, hurtigt og effektivt.

I praksis benyttes i stedet den fremgangsmåde, at de stillede sikkerheder overføres til sikkerhedshavers egen konto i VP, *inden* brugsretten udnyttes. Herefter registrerer man på sikkerhedshavers konto i VP, at der er tale om pant til brug, dvs. en flagning. Derved fremstår sikkerhedshaver over for VP som legitimeret og kan således udnytte brugsretten hurtigt og effektivt, uden sikkerhedshaver behøver at indhente sikkerhedsstillers samtykke.¹¹⁴ Det fremgår dog af bemærkningerne til bestemmelsen, at såfremt de stillede sikkerheder, som ovenfor beskrevet, ønskes overført til sikkerhedshaverens egen konto, førend en brugsret udnyttes, må der stilles det krav, at dette udtrykkeligt fremgår af aftalen om finansiel sikkerhedsstillelse – en brugsret berettiger således ikke i sig selv sikkerhedshaveren til at overføre den stillede sikkerhed til egen konto.¹¹⁵ Problemet er i standardaftalen, pkt. 5.1 løst således, at ”*når banken fremsætter påkrav om, at der skal ... overføres værdipapirer som sikkerhed under aftalen, skal kunden uden*

¹¹² Jf. FT 2003-04 A, s. 302 samt Rapporten, pkt. 8.1., s. 36.

¹¹³ Se om fondsaktiver og registreringssystemets, N. Jul Clausen, 122ff, B.Iversen og L. Hedegaard Kristensen, s. 493ff B. Iversen, s. 218ff, L. Hedegaard Kristensen, s. 343f.

¹¹⁴ Oplysningerne om begrænsningerne i registre samt om den praktiske fremgangsmåde i Værdipapircentralen A/S er tilvejebragt gennem telefoniske samtaler med chefjurist René De La Cour i Værdipapircentralen A/S. Se tillige FT 2003-04 A, s. 297, hvori proceduren tillige skitseres.

¹¹⁵ Jf. FT 2003-04 A, s. 297.

unødigt ophold foretage ... overførelse til det i pkt. 2.1 nævnte værdipapirdepot.”

De ovenfor skitserede begrænsninger i VPs register har således medført, at det, der ifølge bestemmelsens ordlyd og formål skulle være en pantsætning med brugsret i kraft af den anvendte fremgangsmåde, reelt mest rammende kan betegnes som en overdragelse af værdipapirerne til ejendomsret. Anvendes samme terminologi, som anvendt ovenfor, kan forholdet udtrykkes således, at der formelt er tale om en pantsætning med brugsret, men reelt betegnes forholdet mest præcist som om en overdragelse af ejendomsret. Det forekommer således ejendommeligt, at lovgiver har indsat en bestemmelse i VPHL § 58 g, der klart efter sin ordlyd giver ret til brugsret ved pantsætning, velvidende, at en sådan mulighed ikke er praktisk mulig. I stedet accepterer lovgiver, at man (igen) bryder med det almindelige princip om realitet frem for formalitet – uden dog i sidstnævnte tilfælde at skabe en direkte lovhjemmel herfor. At lovgiver ikke har sikret sig, at de muligheder, som bestemmelsen giver, reelt kan lade sig gøre, inden bestemmelsen gennemføres, er stærkt kritisabelt og uhensigtsmæssigt. Det uhensigtsmæssige – set udfra en juridisk synsvinkel – er navnlig den problemstilling, der opstår, hvis sikkerhedshaverens retsforfølgende kreditorer (f.eks. et konkursbo), efter værdipapirerne er overført til sikkerhedshaverens konto/konti, efterfølgende vil forsøge at søge sig fyldestgjort i disse værdipapirer. Det ses ikke i forarbejderne til bestemmelsen eller i Rapporten at være fokuseret specielt meget på, hvilke retsvirkninger den ovenfor beskrevne fremgangsmåde indebærer i tilfælde af, at sikkerhedshaveren går konkurs, efter de stillede sikkerheder er overført til sikkerhedshaverens egen konto. Man må i denne situation sondre mellem det tilfælde, hvor brugsretten endnu ikke er udnyttet og de tilfælde, hvor brugsretten er udnyttet.

I det tilfælde, hvor brugsretten ikke er udnyttet, fordi sikkerhedshaver ikke har overdraget eller udlånt de modtagne sikkerheder helt eller delvist til tredjemand til eje eller sikkerhed, er ejendomsretten til den stillede sikkerhed stadig hos sikkerhedsstiller, da sikkerhederne stadig kan identificeres. VP oplyser, at visse sikkerhedshavere (typisk pengeinstitutter) – for god ordens skyld – når den stillede sikkerhed er overført til dennes konto, herefter på kontoen registrerer, at de indestående sikkerheder er pantsat til brug – såkaldt flagning. En sådan flagning på kontoen er imidlertid betydningsløs, da sikkerhedsstilleren ikke i kraft heraf alene kan opnå beskyttelse overfor f.eks. sikkerhedshaverens konkursbo. Afgørende i en konkurssituation er i stedet aftalen om finansiel sikkerhedsstillelse. Det er denne, der må fremlægges, når det overfor konkursboet skal godtgøres, at ejendomsretten til indholdet af kontoen stadig tilhører sikkerhedsstiller til trods for, at sikkerhedshaver fremstår som legitimeret. Forholdet kan tillige udtrykkes således, at sikkerhedshaver alene i kraft af overflytningen til sin egen konto er blevet legitimeret til at råde over værdipapirerne, men – i kraft af at brugsretten ikke er udnyttet – ikke er materielt berettiget til at udøve en ejers rådighed over værdipapirerne. Der er således tale om den klassiske situation, der vedrørende rettigheder over fast ejendom kendes fra TL § 27. Situationen er i VPHL reguleret i §

69, der er affattet med TL § 27 som forbillede. I modsætning til TL § 1 og dennes modstykke i VPHL § 66, kan VPHL § 69 ikke påberåbes af retsforfølgende kreditorer (f.eks. et konkursbo), men kun af aftaleerhververe, jf. VPHL § 69, ”...godtroende erhververe ifølge registreret aftale ...”. Derved kan et konkursbo ikke påberåbe sig VPHL § 69. I de tilfælde, hvor sikkerhedshaver har fået den stillede sikkerhed overført til sin egen konto i VP, som følge af en aftale om brugsret, og dermed får registreret sin adkomst til de stillede sikkerheder på sin egen konto i VP, selvom han endnu ikke ingen materiel ret har pga. brugsretten endnu ikke er udnyttet, må sikkerhedshaverens kreditorer – her konkursboet – respektere sikkerhedsstillers ret til den stillede sikkerhed. Konkursboet kan således ikke i medfør af VPHL § 69 ekslingvere sikkerhedsstillers ret. Konkursboet opnår ikke bedre ret end sin debitor (sikkerhedshaver), der ingen ret har pga. den manglende udnyttelse af brugsretten.¹¹⁶ Således vil sikkerhedsstiller have et separatistkrav i panthavers konkursbo på de sikkerheder, der ikke medgår til dækning af sikkerhedshaverens krav.¹¹⁷

Såfremt sikkerhedshaveren har udnyttet brugsretten til de stillede sikkerheder, fordi sikkerhedshaver har overdraget eller udlånt de modtagne sikkerheder helt eller delvist til tredjemand til eje eller sikkerhed, er ejendomsretten til den stillede sikkerhed, dermed overgået til sikkerhedshaver, og sikkerhedsstiller, kan herefter ikke længere gøre sin separatiststilling gældende i tilfælde af sikkerhedshaverens konkurs. I denne situation vil sikkerhedsstiller derimod have et simpelt krav svarende til værdien af den overskydende sikkerhed. Det fremgår af Finansrådets standardaftale, at der, som en integreret del af en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse foreslået i aftalens pkt. 1.2., bør indsættes en alskyldserklæring i aftalen. Derved sikrer man angiveligt, at pengeinstituttet kan inddrage krav på overskyldende sikkerhed under en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse i tilfælde af en fælles slutafregning.¹¹⁸

I de tilfælde, hvor en sikkerhedshaver vælger at udnytte en brugsret til de stillede sikkerheder, følger det dog umiddelbart af VPHL § 58 g, stk. 2, at denne i så fald er forpligtet til at tilbagelevere en *tilsvarende sikkerhed* senest på det tidspunkt, hvor den eller de sikrede finansielle forpligtelser forfalder. Det fremgår af VPHL § 58 f, stk. 4, der gennemfører direktivets artikel 2, stk. 1, litra i, at man ved tilsvarende sikkerhed forstår en sikkerhed af samme type og værdi, som den oprindeligt stillede sikkerhed. Det klare udgangspunkt er således, at der skal tilbageleveres identiske sikkerheder efter en udøvet brugsret. I erkendelse af at det i visse situationer kan være svært at fremskaffe identiske sikkerheder, åbnes der i VPHL § 58 f, stk. 5 op for den mulighed, at det i en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse kan vedtages, at en pligt til at tilbagelevere tilsvarende sikkerhed kan opfyldes ved at tilbagelevere sikkerheder af samme værdi som den oprindeligt stillede sikkerhed, men som ikke nødvendigvis er af samme

¹¹⁶ Jf. P. Mortensen, s. 265 om situationen vedrørende rettigheder over fast ejendom. 2. udgave.

¹¹⁷ Jf. FT 2003-04 A, s. 298.

¹¹⁸ Se om denne problemstilling, U. R. Bang-Pedersen, s. 35f.

type som de oprindeligt stillede sikkerheder.¹¹⁹ Bestemmelsen indrømmer således sikkerhedshaver en meget vid adgang til at tilbagelevere med mange forskellige typer af valutaer eller værdipapirer. Såfremt sikkerhedsstiller imidlertid ønsker at have en vis kontrol med, hvilke typer sikkerheder, der tilbageleveres, kan denne i aftalen få indført, at de aktier, der f.eks. skal tilbageleveres, skal indgå i et bestemt aktieindeks.¹²⁰ Derved kan sikkerhedsstiller sikre sig mod at modtage aktier, der nok er samme værdi som den oprindelige stillede sikkerhed, men som omsættes langt mindre på f.eks. Københavns fondsbørs og dermed vil tage længere tid at afsætte, og som derved vil medføre en nedsættelse af sikkerhedsstillers likviditetsberedskab. Det er derimod tvivlsomt, om det tillige i en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse, der indeholder bestemmelser om brugsret, kan fastlægges, hvilken kategorier af aktier – A- eller B-aktier – sikkerhedshaver skal tilbagelevere til sikkerhedsstiller. Den meget vide adgang til at tilbagelevere med mange forskellige typer værdipapirer, der fremgår af VPHL § 58 f, stk. 5, kunne måske åbne mulighed herfor.

Det fremgår af Finansrådets standardaftale, at disse muligheder for ikke blot at tilbagelevere identisk sikkerhed vil blive benyttet i praksis. Således fremgår det af bilag A, pkt. 3. ”Aftaler om brugsret til Sikkerhed”. ”Hvor brugsret er aftalt og udnyttet er Banken alene forpligtet til at returnere tilsvarende sikkerhed, hvorved forstås:

- *samme beløb i samme valuta, hvis penge er stillet som Sikkerhed, og identiske papirer, hvorved forstås værdipapirer udstedt af samme udsteder, med samme rettigheder og nominelle værdi, hvis værdipapirer er stillet som Sikkerhed.*
- *beløb, eventuelt i en anden valuta, men af samme værdi, hvis penge er stillet som Sikkerhed, og værdipapirer, evt. af anden type (dog ikke af anden type end specificeret i Bilag A, pkt. 2), men af samme Markedsværdi på tilbageleveringstidspunktet som de oprindeligt stillede papirers Markedsværdi på tilbageleveringstidspunktet, hvis værdipapirer er stillet som Sikkerhed.*
- *[specifik aftale mellem Parterne om, hvad der kan tilbageleveres og vilkårene herfor, fx at aktier skal være KFX-aktier].”*

Ved tilbageleveringen, dvs. til sikkerhedsstillers konto, overgår ejendomsretten til de sikrede forpligtelser derved igen til sikkerhedsstiller, og den tilbageleverede sikkerhed anses for stillet på samme tidspunkt som den oprindelige sikkerhed, jf. VPHL § 58 g, stk. 2. Bestemmelsen sikrer, at den tilbageleverede sikkerhed ikke kan omstødes efter KL § 70 i tilfælde af, at sikkerhedsstiller erklæres konkurs. Det er navnlig den situation, hvor der er en overskydende sikkerhed i form af værdipapirer, dvs. i tilfælde, hvor sikkerhedernes værdi overstiger værdien af de sikrede forpligtelser, at KL § 70 ellers kunne have været anvendelig. Bestemmelsen sikrer således, at en sådan tilbagelevering ikke kan anses som pant for gammel gæld.

¹¹⁹ Jf. FT 2003-04 A, s. 297.

¹²⁰ Jf. Ibid, s. 297.

I erkendelse af, at bestemmelsen imidlertid kan misbruges i en konkurssituation, f.eks. i de tilfælde, hvor en tilbagelevering alene sker før tid for at begunstige sikkerhedsstilleren (kreditor, der har en fordring på sikkerhedshaver om tilbagelevering af sikkerheden) på en eller flere andres bekostning, har man indsat VPHL § 58 g, stk. 3. Bestemmelsen sikrer, at man i en sådan situation har mulighed for at omstøde en sådan disposition i medfør af KL § 74. I et sådant tilfælde kræves der, at sikkerhedshaver dels var insolvent, dels at tilbageleveringen var utilbørlig og dels at sikkerhedsstiller kendte eller burde kende til såvel sikkerhedshaverens insolvens som de omstændigheder, som gjorde dispositionen utilbørlig. Som et moment i denne utilbørlighedsvurdering bør det som tillige fremhævet i forarbejderne – indgå, om tilbageleveringen er et normalt led i parternes forretningsaktiviteter.¹²¹

I stedet for at tilbagelevere de tilsvarende sikkerheder giver VPHL § 58 g, stk. 4 parterne mulighed for at aftale, at sikkerhedshaver ved de sikrede fordringers forfald kan anvende sikkerhedens værdi til modregning i den sikrede fordring. Dermed træder den værdi, som sikkerheden repræsenterer, i stedet for sikkerheden selv. Også i denne situation fremgår det af bestemmelsen, at fordringen på tilbagelevering anses for opstået samtidig med, at den oprindelige sikkerhed blev stillet. Man sikrer derved, at sikkerhedshaver ikke stilles ringere i relation til modregning og omstødelse, end hvis aftalen var indgået i medfør af VPHL § 58 g, stk. 3. Denne mulighed, der tilbydes i VPHL § 58 g, stk. 4, genfindes imidlertid ikke i Finansrådets standardaftale.

Som følge af de skattemæssige konsekvenser, en aftale om en brugsret som led i en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse medfører, er det Finansrådets vurdering, at de muligheder, der herigennem tilbydes, først vil blive benyttet fuldt ud, når de skattemæssige tvivls spørgsmål f.eks. om det skattemæssige afståelsestidspunkt, er afklarede, navnlig om afståelse anses for sket allerede i og med, der aftales brugsret, eller først når brugsretten benyttes.

5. Straksrealisation

En aftale om finansiel sikkerhedsstillelse kan og vil typisk indeholde bestemmelse om, at sikkerhedshaver i tilfælde af misligholdelse af det sikrede skyldforhold straks kan realisere den stillede sikkerhed, jf. VPHL § 58 j, stk. 1. Med indsættelsen af bestemmelsen i VPHL § 58 j har den danske lovgiver gennemført direktivets artikel 4 i dansk ret.

Der er tale om en nydannelse, der må skønnes at finde stor praktisk anvendelse. Dette skyldes, at man med bestemmelsen har givet sikkerhedshaver mulighed for – i modsætning til det normalt ufravigelige udgangspunkt i dansk ret om frist, der fremgår af RPL § 514 a, stk. 2 – at aftale, at realisation kan ske uden videre i tilfælde af misligholdelse. Som det er fremgået, er der således tale om en væsentlig

¹²¹ Jf. FT 2003-04 A, s. 298. Der henvises til eksemplificeringen i forarbejderne, loc. cit.

modifikation til det føromtalte præceptive udgangspunkt i dansk ret, at panthaver inden realisationen af det pantsatte med en uges varsel (læs: 8 dage) og ved anbefalet brev opfordrer skyldneren til at opfylde panthaverens krav, medmindre omgående salg er nødvendigt for at undgå eller begrænse tab, jf. RPL § 538 a, stk. 2. I forbindelse med gennemførelsen af finantily-direktivet blev der dog indsat lignende regler i VPHL § 57 b, stk. 2-4 efter hvilke, der kan – forudsat forudgående aftale herom – ske straksrealisation af værdipapirer og kontoindeståender, der er stillet til sikkerhed over for bl.a. Danmarks Nationalbank.¹²²

Formålet med bestemmelsen er ifølge forarbejderne dels at fastlægge, hvorledes der kan ske fyldestgørelse, og dels at sikre at denne, hvis det er aftalt, kan ske straks i tilfælde af misligholdelse.¹²³ Bestemmelsen supplerer således navnlig bestemmelserne i VPHL § 58 h om slutfregning og VHPL § 58 i om løbende netting. Om den nærmere begrundelse for bestemmelsen anføres i forarbejderne, ”at det er vigtigt, at sikkerhedshaver i tilfælde af misligholdelse eller anden fyldestgørelsesgrund hurtigt kan få inddækket den sikrede del af sit krav, hvorved denne kan undgå tab som følge af senere markedsændringer i sikkerhedens eller de sikrede fordringers værdi.”¹²⁴

For så vidt angår hvilke tilfælde af misligholdelse, der berettiger sikkerhedshaver til at straksrealisere sikkerheden, overlades det til parterne selv at fastlægge dette. I Finansrådets standardaftale betragtes som misligholdelse, der giver mulighed for at foretage realisation uden forudgående meddelelse, forsinket rentebetaling, jf. pkt. 7.1 og forsinket sikkerhedsstillelse, jf. pkt. 11.2. Såfremt aftalen tillige er suppleret af en underliggende rammeaftale, har man i aftalen foretaget en direkte henvisning til rammeaftalen og dermed gjort de misligholdelsesgrunde, der fremgår heraf, til misligholdelsesgrunde ifølge aftalen, jf. pkt. 11.2.

Det fremgår af VPHL § 58 j, stk. 1, at der, med forbehold for at andet kan være aftalt, kan ske straksrealisation (1) uden forudgående godkendelse fra offentlige myndigheder eller andre, (2) uden forudgående meddelelse til sikkerhedsstiller og (3) uden anvendelse af en særlig fremgangsmåde. En sådan mulighed for at aftale andet er ikke udnyttet i Finansrådets standardvilkår, der blot angiver, at straksrealisering i tilfælde af misligholdelse vil ske uden forudgående meddelelse til kunden, jf. pkt. 11.1.

En aftale om finansiel sikkerhedsstillelse giver kun adgang til straksrealisation, når dette er aftalt mellem parterne, dvs. adgangen til straksrealisation skal fremgå af selve aftalen. Derudover skal de nærmere vilkår for realiseringens foretagelse fremgå af aftalen, ligesom realiseringen skal ske på forretningsmæssigt rimelige vilkår, jf. VPHL 58 d. Det fremgår af Rapporten, at de ”danske pengeinstitutter vil ... være forpligtet til at sikre sig, at en erhvervskunde, med hvem pengeinstituttet ønsker at indgå en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse indeholdende bestemmelse om straksrealisation, forstår konsekvenserne

¹²² Se tillige herom, N. Jul Clausen, s. 139.

¹²³ Jf. FT 2003-04 A, s. 300.

¹²⁴ Jf. Ibid, s. 300f

af aftalen, herunder adgangen til straksrealisation.”¹²⁵ Dette vilkår, at der sker en fravigelse af den præceptive regel i RPL § 538 a, stk. 2, ses dog ikke fremhævet hverken i Finansrådets standardaftale, pkt. 11. eller Finansrådets kommentar til standardaftalen. I kommentaren (der skal tjene til intern brug for de pengeinstitutter, der vælger at benytte sig helt eller delvist af Finansrådets standardaftale) nævnes det blot, at der sker en fravigelse af RPL § 538 a, stk. 2. Det angivne sted forekommer ellers som et oplagt sted at påminde pengeinstitutterne om deres forpligtelse til at sikre sig, at sikkerhedsstilleren er opmærksom på og indforstået med den fravigelse fra den almindelige regel, straksrealisation indebærer.

Realiseringsmåden af de stillede sikkerheder sker forskelligt alt afhængig af, om der er tale om (1) sikkerhedsstillelse i form af overdragelse til eje, jf. VPHL § 58 j, stk. 2, (2) sikkerhedsstillelse i form af kontanter, jf. VPHL § 58 j, stk. 3 eller (3) sikkerhedsstillelse i form af pantsætning, jf. VPHL § 58 j, stk. 4. I sidstnævnte tilfælde kan realisationsmåden dog ændres, såfremt parternes aftale indeholder bestemmelser herom, jf. VPHL § 58 j, stk. 4, 2. pkt. Uanset hvilken form for sikkerhedsstillelse, der foreligger, skal sikkerhedshaveren ubetinget sørge for, at realisationen af de stillede sikkerheder sker på *forretningsmæssigt rimelige vilkår*, jf. VPHL § 58 d, idet denne ellers kan ifalde et erstatningsansvar overfor sikkerhedsstilleren eller dennes konkursbo.¹²⁶

Er det i en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse bestemt, at sikkerheden skal bestå af *værdipapirer*, der overdrages sikkerhedshaveren til eje, følger det af VPHL § 58 j, stk. 2, at realisationen sker ved, at sikkerhedens værdi, når der er aftalt straksrealisation, straks modregnes i de sikrede forpligtelser. Dette kan lade sig gøre, da sikkerhedshaveren allerede ved sikkerhedsstillelsen har opnået ejendomsret til sikkerheden, jf. VPHL § 58 k, stk. 1. Af Finansrådets kommentar til standardaftalen, pkt. Ad 2, fremgår det dog, at det er Finansrådets vurdering, at der pt. er en række forhold af blandt andet skattemæssig og regnskabsmæssig karakter, der endnu er uafklaret, hvorfor det må antages, at sikkerhedsstillelse ved overdragelse af ejendomsret vil få mindre betydning i dansk ret. Således er der heller ikke i Finansrådets standardaftale mulighed for at anvende sikkerhedsstillelse i form af overdragelse til ejendomsret.

I de tilfælde, hvor der er stillet sikkerhed i form af *kontanter*, sker realisation ved, at kontantindeståendets værdi anvendes til at indfri de sikrede forpligtelser, jf. VPHL § 58 j, stk. 3, hvilket i praksis vil sige ved modregning i de sikrede fordringer. Det bør – som også fremhævet i forarbejderne – stedse have in mente i tilfælde af en senere konkurs, at der trods dette er tale om fyldestgørelse via et pant, hvilket således kan have betydning, når det senere skal vurderes om dispositionen kan omstødes.¹²⁷

Hvor der ifølge aftalen om finansiel sikkerhedsstillelse er tale om en sikkerhedsoverdragelse i form af *pantsætning af værdipapirer*,

¹²⁵ Jf. Rapporten, pkt. 7.3., s. 35.

¹²⁶ Jf. FT 2003-04 A, s. 301.

¹²⁷ Jf. FT 2003-04 A, s. 301.

skal realisationen ifølge bestemmelsen i VPHL § 58 j, stk. 4 ske ved salg af de pantsatte værdipapirer, hvorefter sikkerhedshaver vil være forpligtet til at benytte det ved salget fremkomne provenu til at indfri de sikrede forpligtelser. VPHL § 58 j, stk. 4 giver sikkerhedshaver mulighed for selv at foretage salget, selvom dette ikke er udtrykkeligt aftalt og som udgangspunkt strider mod den deklaratoriske regel i RPL § 538 a, stk. 1, efter hvilken realisation ved salg skal ske gennem en værdipapirhandler.¹²⁸ Selvom bestemmelsen således giver mulighed for, at det kan aftales, at salget ikke skal ske gennem en værdipapirhandler, finder bestemmelsen i VPHL § 58 d stadig anvendelse, hvorfor sikkerhedshaver stadig er forpligtet til at afhænde værdipapirerne på forretningsmæssigt rimelige vilkår. Førnævnte bestemmelse åbner dog i 2. pkt. op for den praktiske fremgangsmåde, at parterne i aftalen gives mulighed for at aftale, at realisation i stedet kan ske ved, at sikkerhedshaver tilegner sig sikkerheden. Fremgår det således af aftalen, at sikkerhedshaver har adgang til dette, vil straksrealisering kunne ske ved sikkerhedshavers modregning af sikkerhedernes værdi i den sikrede fordring, hvorved et mellemkommende salg overflødiggøres. Er en sådan tilegnelse aftalt, skal der i aftalen dog være fastsat principper for værdiansættelsen af sikkerhederne, jf. VPHL § 58 j, stk. 4, 2. pkt. in fine. Det kan i denne forbindelse oplyses, at det af Finansrådets standardaftale pkt. 11. 4 fremgår, at man har ønsket at benytte sig af samtlige de lige ovenfor skitserede muligheder, herunder muligheden for tilegnelse af pantsatte værdipapirer. Af samme punkt fremgår tillige principperne for værdiansættelsen. Det kan således konstateres, at de muligheder, som bestemmelsen indrømmer sikkerhedshaver, i meget høj grad vil blive udnyttet.

6. Konklusion

VPHL kapitel 18 a finder utvivlsomt anvendelse på bilaterale aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse mellem to parter. Det er imidlertid tvivlsomt, grundet affattelsen af VPHL § 58 e, stk. 1, om VPHL kap 18 a tillige finder anvendelse på multilaterale aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse. En tydelig tilkendegivelse fra lovgiver vedrørende spørgsmålet havde derfor været særdeles formålstjenlig. Der må desuden stilles spørgsmålstejn ved, om det manglende skriftlighedskrav, der fremgår af VPHL 58 a, stk. 2 til selve sikkerhedsstillelsen, er korrekt. Det forekommer her mest oplagt, at afvejningen af hensynet til aftalens parter samt hensynet til tredjemand er endeligt foretaget i direktivet. Det må derfor anses for stærkt tvivlsomt, om denne lempelse beror på en korrekt fortolkning af direktivets karakter af minimumsdirektiv, og om man ikke i stedet i dansk ret burde have fastholdt dette skriftlighedskrav.

Tvivlsomt er det tillige, om et ikke-børsnoteret pengemarkedsinstrument kan indgå i en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse, dels som en finansiel forpligtelse og dels anvendt som sikkerhed for så-

¹²⁸ Jf. Ibid, s. 301.

danne forpligtelser. Anlægges en traditionel fortolkning af den danske gennemførelseslov, forarbejderne, samt Rapporten giver disse ingen holdepunkter for at anse ikke-børsnoterede pengemarkedsinstrumenter for omfattet. Såfremt der i stedet anlægges en EU-konform fortolkning taler meget for, at disse instrumenter kan omfattes af en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse, da de klart er omfattet af direktivets artikel 2, stk. 1, litra e. I erkendelse heraf forekommer det nærliggende at drage den konklusion, at man fra lovgivers side synes at have overset, at VPHL § 2, stk. 1, nr. 5 ikke omfatter de ikke-børsnoterede pengemarkedsinstrumenter.

Lovgiver har i VPHL § 58 k, stk. 1, indsat en bestemmelse, der bryder med det almindelige princip i dansk ret om ”realitet frem for formalitet” for så vidt angår overdragelse af sikkerheder til eje. Dette er sket for at opnå ensartede regler indenfor alle medlemslandene og for, at aftaler om overdragelse af ejendomsret (specielt repo’er) ikke omkarakteriseres f.eks. i tilfælde af en parts konkurs. På denne baggrund forekommer fravigelse af princippet om ”realitet frem for formalitet” for berettiget.

Aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse, der indeholder vilkår om brugsret til de stillede sikkerheder, udgør en nydannelse i dansk ret. Således er der med VPHL § 58 g indført en klar lovhjemmel hertil. I de tilfælde, hvor der er tale om en brugsret til værdipapirer, der er registreret på en individuel konto i VP forekommer der dog, at være en væsentlig modstrid mellem bestemmelsens ordlyd ”pantsætning” og den praktisk mulige fremgangsmåde i VP. Denne indebærer, at såfremt sikkerhedshaver skal kunne benytte sin brugsret hurtigt, effektivt og billigt, er han nødt til at få overført de værdipapirer, som han har brugsret til fra sikkerhedsstillers konto til sin egen konto i VP for at fremstå som legitimeret til at råde over sikkerhederne. Det faktum, at værdipapirerne således debiteres en konto og krediteres en anden, har hidtil kun forekommet, hvis der var tale om en overdragelse til eje. Sat på spidsen kan det således anføres, at lovgiver ved at have indført VPHL § 58 k, stk. 1 samt accepteret den ovenfor beskrevne fremgangsmåde, når en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse indeholder et vilkår om brugsret, jf. VPHL § 58 g, har vendt op og ned på det almindelige udgangspunkt i dansk ret. De lege ferenda kan det påpeges, at det næppe er en hensigtsmæssig kurs, lovgiver hermed har sat.

Derudover kan det konstateres vha. Finansrådets standardaftale, at den mulighed for at foretage straksrealisation, som VPHL § 58 j giver, kommer til at finde stor anvendelse i praksis. Det er en naturlig følge af den helt unikke mulighed, bestemmelsen giver sikkerhedshaver for at fravige den præceptive bestemmelse i RPL § 538 a, stk. 1. Det er dog bekymrende, at Finansrådet ikke synes at have været opmærksom på, at såfremt straksrealisation skal indgå i en sådan aftale, da skal sikkerhedshaver sikre sig, at sikkerhedsstiller er indforstået med den fravigelse fra den almindelige regel, straksrealisation indebærer.

Litteraturfortegnelse

Artikler og rapporter:

- *Bang-Pedersen, Ulrik Rammeskow*; Rettigheder over værdipapirer, *Juristen*, 2004, s. 176-189. Artiklen kan ses på Internettet via linket: http://www.djoef.dk/online/view_artikel?ID=2117
- *Christensen, Lasse Højlund*; Slutafregning, *Juristen*, 2005, s. 61-72 (henvist til som L. Højlund Christensen). Artiklen kan ses på Internettet via linket: http://www.djoef.dk/online/view_artikel?ID=5435
- *Hesthaven, Christian Dahl*; Rettid 2002, afhandling nr. 6 (henvist til som C. D. Hesthaven). Artiklen kan ses på Internettet via linket: <http://www.rettid.dk/artikler/speciale-20020006.pdf>
- *ISDA*; 2005 ISDA Collateral Guidelines, International Swaps and Derivatives Association, Inc. Retningslinierne kan ses på Internettet via linket: <http://www.isda.org/publications/pdf/2005isdacollateralguidelines.pdf>
- *Restelli-Nielsen, Peter M. og Sterkel, Ulla*; Finalitydirektivet, Danmarks Nationalbanks kvartalsoversigt, 2. kvartal 1998 (henvist til som P. M. Restelli-Nielsen og U. Sterkel). Artiklen kan ses på Internettet via linket: [http://www.nationalbanken.dk/C1256BE2005737D3/side/Kvartalsoversigten_2_kvartal_1998/\\$file/NB20.htm](http://www.nationalbanken.dk/C1256BE2005737D3/side/Kvartalsoversigten_2_kvartal_1998/$file/NB20.htm)
- *Økonomi- og Erhvervsministeriet*, Rapport om gennemførelse af direktivet om aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse, 2003. Rapporten ses på Internettet via linket: http://ftnet.inforce.dk/graphics/finanstilsynet/mediafiles/newdoc/pressemeddelelser/4/rapport_collateral.doc

Lærebøger:

- *Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul*; Børsretten, 2. udgave, 2000, Jurist- og Økonomforbundets Forlag.
- *Bang-Pedersen, Ulrik Rammeskow*; Slutafregning, 1. udgave, 2005, Forlaget Thomson (Henvist til som U. R. Bang-Pedersen)
- *Iversen, Bent*; Sikkerhedsrettigheder, 1. udgave, 1995, Odense Universitetsforlag, (henvist til som B. Iversen).
- *Hansen, Jesper Lau*; Værdipapirhandelsloven med kommentarer, Bind 2 · kommentaren, 2. udgave, 2005, Christian Ejlers' Forlag (henvist til som J. Lau Hansen).
- *Hedegaard Kristensen, Lars*; Studier i erhvervsfinansieringsret, 1. udgave, 2003, Jurist- og Økonomforbundets Forlag (henvist til som L. Hedegaard Kristensen).
- *Iversen, Bent og Hedegaard Kristensen, Lars*; Panteret, 1. udgave, 2005, Forlaget Thomson (henvist til som B. Iversen og L. Hedegaard Kristensen).
- *Jul Clausen, Nis*; Sikkerhed i fordringer, 4. udgave, 2003, Forlaget Thomsen, (Henvist til som N. Jul Clausen).

- *Lindencrone Petersen, Lars og Ørgaard, Anders*; Konkursloven med kommentarer, 10. udgave, 2005, Forlaget Thomson (Henvist til som L. Lindencrone Petersen og A. Ørgaard).
- *Mortensen, Peter*; Tinglysning – rettigheder over fast ejendom, 2. udgave, 1997, GadJura (henvist til som P. Mortensen).
- *Schaumburg-Müller, Peer*; Børsretlig guide, 1. udgave, 2002, Jurist- og Økonomforbundets Forlag.
- *Tjaum, Arne*; Valuta- og renteswaper, 1996, Universitetsforlaget.
- *Werlauff, Erik*; Børs- og Kapitalmarkedsret, 3. udgave, 2005, Jurist- og Økonomforbundets Forlag.
- *Werlauff Erik*; Selskabsret, 4. udgave, 2000, Forlaget Thomson (henvist til som E. Werlauff).