



---

# EN EFFICIENSUNDERSØGELSE AF VIRKSOMHEDSPANTERETTEN OG TILBAGEHOLDSRETEN UD FRA ET RESURSEALLOKERINGSPEKTIK

---

An Efficiency Analysis of the Legal Conflict between Floating Charge Security and  
Retention Right

COPENHAGEN BUSINESS SCHOOL  
KANDIDATSPECIALE – CAND.MERC.JUR.

**Navn / Studienummer:**

Sven Hannibal Smedegaard Pedersen / 2872

**Vejledere:**

Juridisk vejleder: Michael Wallin

Økonomisk vejleder: Peter Høgsted

**Afleveringsdato:**

10-05-2020

**Anslag inkl. mellemrum / normalsider**

158.941 / 80

## Indhold

Abstract .....	4
Kapitel 1 – Problemstilling.....	5
1.1 Problemfelt.....	5
1.2 Problemformulering .....	6
1.2.1 Overordnet problemformulering .....	6
1.2.2 Juridisk problemformulering .....	6
1.2.3 Økonomisk problemformulering .....	6
1.2.4 Integreret problemformulering .....	6
1.3 Synsvinkel .....	6
1.4 Afgrænsning.....	7
1.4.1 Juridisk afgrænsning .....	7
1.4.2 Økonomisk afgrænsning.....	7
1.4.3 Integreret afgrænsning.....	8
1.5 Metode .....	8
1.5.1 Retsteori .....	8
1.5.2 Juridisk metode .....	8
1.5.3 Økonomisk metode .....	10
1.5.4 Økonomisk teori .....	12
1.5.5 Integreret metode .....	16
1.5.6 Integreret teori .....	17
1.6 Afhandlingens disposition .....	18
Kapitel 2 – Juridisk analyse.....	18
2.1 Tinglysningslovens § 47 c.....	18
2.1.1 Indledning.....	18
2.1.2 TL § 47 c, stk. 1.....	19
2.1.3 TL § 47 c, stk. 2.....	21

2.1.4 TL § 47 c, stk. 3.....	22
2.1.5 TL § 47 c, stk. 4.....	25
2.1.6 TL § 47 c, stk. 5, 6 og 7.....	25
2.1.7 Sammenfatning .....	26
2.2 Tilbageholdsretten.....	26
2.2.1 Definition, oprindelse og formål.....	26
2.2.2 Betingelser for udøvelse af tilbageholdsretten .....	27
2.2.3 Tilbageholderens pression mod genstandens ejer.....	31
2.2.4 Sammenfatning .....	33
2.3 Virksomhedspant overfor den ulovfæstede tilbageholdsret .....	34
2.3.1 Justitsministerens besvarelse angående virksomhedspant og tilbageholdsret.....	34
2.3.2 Tilbageholdsrettens virkning mod tredjemand før virksomhedspantets indførelse.....	35
2.3.3 Tilbageholdsrettens virkning mod virksomhedspanthaver .....	38
2.4 Juridisk delkonklusion.....	41
Kapitel 3 – Økonomisk analyse.....	43
3.1 Opsætning af fiktive regnskaber .....	43
3.1.1 Inputs.....	43
3.1.2 Forholdet mellem Beta-værdi, belåningsgrad og aktivernes volatilitet.....	45
3.1.3 Opsætning af regnskaber .....	49
3.2 Værdiansættelse.....	55
3.2.1 Værdiansættelse af Advertising, Stort .....	55
3.2.2 Værdiansættelse af samtlige virksomheder.....	59
3.3 Analyse af værdiansættelserne .....	60
3.3.1 Undersøgelse af <i>rwacc</i> og tilbagediskontering .....	60
3.3.2 Undersøgelse af virksomhedstype og -fokus.....	63
3.3.3 Undersøgelse af FGEAR og beta-værdien.....	66
3.3.4 Fiktivt bankselskaber .....	68

3.4 Særligt om virksomheder med negativ værdi .....	68
3.5 Økonomisk delkonklusion .....	69
Kapitel 4 – Integreret analyse.....	70
4.1 Forlig og tvetydige retsregler .....	70
4.1.1 Forlig ved simpel regel.....	71
4.1.2 Forlig ved konkret vurdering .....	72
4.1.3 Sammenfatning .....	74
4.2 Fordelingseffekten af simpel regel og konkret vurdering .....	74
4.2.1 Virksomhedspant og tilbageholdsretten som sikkerhedsmiddel .....	74
4.2.2 Nytteeffekt af anvendelse af en konkret vurdering .....	75
4.2.3 Nytteeffekt af anvendelse af en simpel regel.....	75
4.3 Sammenfatning .....	77
4.4 Integreret delkonklusion .....	78
Kapitel 5 – Konklusion og perspektivering .....	78
5.1 Konklusion .....	78
5.2 Perspektivering.....	79
Forkortelser .....	81
Anvendte love og forarbejder .....	83
Love .....	83
Forarbejder .....	83
Retspraksis.....	84
Litteraturliste.....	85
Bøger .....	85
Artikler .....	86
Datasæt .....	87

## Abstract

In 2006 a new form of floating charge security was implemented in Denmark. With inspiration from England, business owners are given the opportunity to secure the debt of their business by offering everything the business owns and will own in the future as security. To ensure the business can continue its normal operations, the pledge does not hinder the business in selling its assets, given the sale falls within the business' regular activities. This of course leads to the question: When is the sale of assets part of regular activities?

As with all new regulation, the implementation of a new type of security for debt creates doubt as to how the new rules interact with existing regulation and judgements. Especially the relationship between owner of the secured debt, typically a bank or financial institute, and the debtor's contracting partners becomes a cause for concern: Can the debtor's contracting partners exert retention over the debtor's assets when the assets are covered by the security given to the debtor's loan givers?

The new regulation naturally affects how businesses and loan givers interact with each other both before and after conflicts arise. Since legal conflicts tend to be expensive to solve in courts, both for the disagreeing parties, who incur expenses from legal fees and lawyer fees and for society due to the increased strain on the court system. An analysis of the economic effects of the new regulation seems worthwhile.

This thesis examines the implementation of the new type of debt security in Denmark. First, the law itself is analyzed and compared with court judgments made before and after the implementation of the law. Based on this, a set of conditions is found to be required fulfilled before retention can be exerted over assets covered by an older floating charge.

Next, effect of increased security for debt is modelled as reducing the debtor's total asset volatility and the effects hereof in terms of business valuation is examined. As expected, reduced asset volatility reduces the interest rate of debt and increases valuation, assuming profitable businesses. Lastly, game theory is used to analyze the incentive to settle between the conflicting parties when one party is the owner of the floating charge covering an asset, over which the other party exerts retention. With incorporation of the legal and economic analysis, the efficiency of simple and complex rulings is evaluated. It is concluded that simple legal rules with clear implications for both parties are superior to complex rulings that creates uncertainty.

## Kapitel 1 – Problemstilling

### 1.1 Problemfelt

Når fysiske eller juridiske personer kommer i betalingsvanskeligheder, vil personens kreditorer have interesse i at få så stor en andel af deres udestående hjem som muligt. Herved kan der nemt opstå konflikter mellem den insolventes kreditorer i kampen om, hvem der har ret til at søge sig fyldestgjort i eventuelle værdier, som den insolvente måtte have. Problemet er søgt løst bl.a. ved omfattende konkurs- og insolvensretlig regulering, men denne omhandler typisk, hvordan der skal ageres, når skaden er sket, og skyldneren er blevet insolvent. På den anden side står kredit- og tingsretten herunder panteretten, der gør det muligt for kreditorer at sikre deres krav længe før eventuel konkurs. Muligheden for at stille pant er en fordel for både kreditor og skyldner. Kreditor fordi han tildeles højere grad af sikring for sit udestående og ved adgangen til direkte fyldestgørelse i det pantsatte slipper for nogle af de omkostninger, der ellers er forbundet ved inddrivelse<sup>1</sup>. Skyldneren drager også fordel heraf, idet højere sikkerhedsstillelse typisk vil medføre mere fordelagtige lånevilkår, navnlig i forhold til kredittens størrelse og rentebetalingerne på lånet. Offentlighed spiller en central rolle i sikringen af pantrettigheder og har et vigtigt samspil med princippet om først i tid bedst i ret<sup>2</sup>. Derfor kan det virke overraskende, da Højesteret i U 2014.1458 H kom frem til, at en banks gyldigt stiftede og korrekt tinglyste virksomhedspant blev nedprioriteret til fordel for en fragt- og lagervirksomheds tilbageholdsret, der endda var stiftet tidsmæssigt *efter* virksomhedspantets tinglysning.

Rent juridisk giver dommen anledning til videre undersøgelse af stillingen mellem virksomhedspant, der er en relativt ny pantform i dansk ret og den ulovbestemte tilbageholdsret. Erhvervslivet må antages at have interesse i en afklaring af, hvordan forskellige type af kredit- og tingsretlige sikkerheder er stillet overfor hinanden, da dette kan have betydelig indvirkning på lånemulighederne. Ligeledes må tvistende parter villighed til at indgå forlig forventes påvirket af, hvordan domstolene ved en eventuel retssag bedømmer parternes situation.

I et bredere samfundsmæssigt perspektiv er spørgsmålet også interessant. Retstillingen mellem to typer tingslige sikkerheder bliver et spørgsmål om allokering af resurser, og det er herefter relevant at undersøge, om retsstillingen sikrer en efficient resursefordeling.

---

<sup>1</sup> Mortensen, Peter, 2009. *Tingsretten – tredjemandskonflikter vedrørende løsøre*. København: Karnov Group, 2. udgave, side 72.

<sup>2</sup> Mortensen, 2009, side 138-140.

## 1.2 Problemformulering

### 1.2.1 Overordnet problemformulering

Formålet med afhandlingen er at besvare følgende problem:

Hvordan fordeler den nuværende retsstilling de omtvistede aktiver mellem virksomhedspanthaver og tilbageholdsrettighedshaver, og er fordeling udtryk for en efficient ressourceallokering?

### 1.2.2 Juridisk problemformulering

Afhandlingens juridiske analyse vil undersøge følgende:

Hvad er gældende ret, når et i henhold til tinglysningsloven gyldigt stiftet virksomhedspant og den ulovfæstede tilbageholdsret rettes mod samme aktiv, og kan der særligt med udgangspunkt i retspraksis udledes kriterier for, hvornår den ulovfæstede tilbageholdsret har prioritet over et i henhold til tinglysningsloven gyldigt stiftet virksomhedspant?

### 1.2.3 Økonomisk problemformulering

Afhandlingens økonomiske analyse vil undersøge følgende:

Hvordan påvirkes en virksomheds værdiansættelse af, at den forventede volatilitet på virksomhedens aktiver ændres, og hvordan relaterer dette sig til forskellige typer af virksomheder og industrier?

### 1.2.4 Integreret problemformulering

Afhandlingens integrerede analyse vil undersøge følgende:

Hvordan påvirker den nuværende retsstilling virksomhedspanthavers og tilbageholdsrettighedshavers incitament til at indgå forlig, og sikrer incitamentet en efficient resurseallokering?

## 1.3 Synsvinkel

Afhandlingens problemformulering kræver en undersøgelse af efficient allokering af resurser på samfundsniveau, og der arbejdes derfor ud fra en samfundssynsvinkel. Som led i analysen vil det dog være naturligt at undersøges resursefordelingen mellem de tvistende parter.

## 1.4 Afgrænsning

### 1.4.1 Juridisk afgrænsning

Selvom konflikten mellem pantthaver på den ene side og tilbageholdsrettighedshaver på den anden side vil være aktuel inden for mange forskellige typer af pant, vil denne afhandling fokusere undersøgelsen på konflikten i relation til virksomhedspant. Relationen til andre sikkerhedsformer herunder andre panttyper vil kun blive behandlet i det omfang, det er relevant for afklaringen af retsstillingen mellem virksomhedspant og den ulovfæstede tilbageholdsret. Eventuelle konflikter mellem virksomhedspant og de øvrige panttyper samt ejendomsforbehold behandles kun i det omfang, de kan belyse retsstillingen mellem virksomhedspant og den ulovfæstede tilbageholdsret. Branchebestemte standardklausuler og sædvaner f.eks. NSAB vil ikke blive inddraget.

På trods af at problematikken mellem virksomhedspantehaver og tilbageholdsrettighedshaver oftest vil være aktuel, når virksomhedspantesteder er insolvent, er dette ikke en afhandling om insolvens- eller konkursret. De insolvens- og konkursretlige regler vil derfor kun blive inddraget i det omfang, de har en helt snæver tilknytning til afhandlingens genstand. Konkursboets afvikling, reglerne for rekonstruktion og gældssanering samt reglerne for omstødelse af skyldnerens dispositioner er således ikke emner, der vil blive behandlet. Ligeledes falder modregning også uden for afhandlingens problem og behandles ikke.

Der afgrænses desuden fra arbejdsretlige spørgsmål, som f.eks. muligheden for at udøve tilbageholdsret i firmabil, arbejdsredskaber, mv.,<sup>3</sup> da det ikke er afhandlingens fokus. Strafferetlige problemstillinger vurderes også at falde helt uden for afhandlingens emne.

Der afgrænses fra international ret herunder også EU-retten, idet emnet som udgangspunkt ikke indeholder et internationalt eller grænseoverskridende element. Afhandlingen er en undersøgelse af den dansk nationale retsstilling, og problemformuleringen søges besvaret ved anvendelse af dansk nationale retskilder.

### 1.4.2 Økonomisk afgrænsning

I afhandlingen tages der udgangspunkt i fiktive regnskabsseksempler. I praksis vil de ofte være nødvendigt for regnskabsbrugere at reformulere regnskaberne for at udtage den information, som den specifikke bruger har behov for<sup>4</sup>. Ligeledes kan der være behov for at opstille

---

<sup>3</sup> Andersen, Lennert Lyng og Werlauff, Erik, *Kreditretten*. København: Karnov Group, 2. udgave, side 143.

<sup>4</sup> Sørensen, Ole, 2012. *Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang*. København: Ole Sørensen og Gjellerup/Gads forlag, 4. udgave, side 157.



proformaregnskaber, hvor brugeren laver en projektion over, hvordan det forventes, regnskaberne vil udvikle sig over en årrække<sup>5</sup>. Den faktiske reformulering af regnskaberne til analysebrug og den lavpraktiske opsætning af proformaregnskaberne afgrænses der fra, da det ikke vurderes at være relevant for besvarelsen af den økonomiske problemformulering. De regnskabseksempler, der opstilles i den økonomiske analyse, vil således være fiktive proformaregnskaber.

Udover analyse af virksomhedernes regnskaber, vil en analyse af virksomhedens strategiske forhold, samt den samfunds- og forretningskontekst virksomheden eksisterer i, også være relevant at inddrage i en fuldstændig værdiansættelse<sup>6</sup>. Der afgrænses dog fra disse forhold, da analysen vil fokusere på værdiansættelse via regnskabstal i snæver forstand.

Sidst afgrænses der fra at undersøge virksomheder uden begrænset hæftelse.

#### 1.4.3 Integreret afgrænsning

Der afgrænses fra hvordan parterne ved eventuelt forlig vælger at fordele besparelserne fra uafholdte advokatudgifter mv. mellem sig. Denne afgrænsning grunder i, at afhandlingen anlægger en samfundssynsvinkel, hvorfor det er underordnet hvem af parterne, der tildeles den største andel af besparelserne.

### 1.5 Metode

#### 1.5.1 Retsteori

Afhandlingens juridiske analyse tager udgangspunkt i Alf Ross' realistisk retsteori, og den juridiske analyse søger dermed at opstille et bud på, hvordan domstolene ved en hypotetisk fremtidig sag vil dømme – altså en forudsigelse af, hvad gældende ret er<sup>7</sup>. Heri ligger også en antagelse om, at domstolene, i hvert fald Højesteret, ikke kan tage fejl i vurderingen af retskilderne<sup>8</sup>.

#### 1.5.2 Juridisk metode

I afhandlingens juridiske analyse anvendes den retsdogmatiske metode. Dette indebærer at gældende ret (retstillingen, de lege lata) søges afklaret ved at beskrive, analysere og systematisere retskilderne<sup>9</sup>. Ved retskilderne forstås i bred forstand det materiale, som de retlige regler kan

---

<sup>5</sup> Sørensen, 2012, side 20-22.

<sup>6</sup> Sørensen, 2012, side 65-70.

<sup>7</sup> Tvarnø, Christina og Nielsen, Ruth, 2017. *Retskilder og retsteorier*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 5. udgave, side 376-378.

<sup>8</sup> Tvarnø og Nielsen, 2017, side 383.

<sup>9</sup> Tvarnø og Nielsen, 2017, side 29-30.

udledes af<sup>10</sup>. Konkret er der tale om retsfor skrifter (f.eks. love), forarbejder, afgørelser (f.eks. domme) og den uformaliserede ret (f.eks. retssædvaner og forholdets natur)<sup>11</sup>. Herudover anvendes den juridiske litteratur, der virker som fortolkningsbidrag, og får legitimitet af, dels at den ofte anvendes i den juridiske argumentation af jurister, og dels af at den indeholder endog ganske grundig juridisk argumentation<sup>12</sup>.

I den retsdogmatiske metode arbejdes der ikke ud fra noget retskildehierarki. Retskilderne supplerer hinanden, hvorfor en grundig juridisk analyse bør inddrage alle de retskilder, der kan tænkes at være relevante for at belyse den undersøgte retsstilling.<sup>13</sup> Dog er det klart, at der kan være forhold ved den enkelte retskilde, der gør, at den skal tillægges mere eller mindre vægt. Princippet om at en specifik lovregel går forud for en generel lovregel (lex specialis princippet) er et eksempel på en sådan vurdering af retskilden.

I afhandlingens juridiske analyse, vil domsanalyse spille en central rolle, og særligt ved analyse af domsafgørelser, er der, udover præmisserne, flere forhold, der bør holdes for øje. For det første bliver domme ikke afsagt af samme instans. Det er naturligt, at en afgørelse fra en højere instans normalt må tillægges større vægt end en afgørelse fra en lavere instans – især hvis de øvrige retskilder på området ikke har ændret sig i tiden mellem de to domsafsigelser. For det andet bør dommens præjudikatsværdi undersøges. Er dommens resultat blevet fulgt af andre dommere i efterfølgende lignende sager, styrker det dommens værdi som retskilde. Derudover bør eventuel dissens inddrages i vurderingen. En domsafgørelse fremstår alt andet lige svagere, hvis den er truffet med dissens, end hvis den er afsagt af en enig dommergruppe.<sup>14</sup>

I den juridiske metodologiske litteratur skelnes der til tider mellem den almindelige og den specielle juridiske metode. Denne sondring grunder i, at der inden for nogle juridiske områder inddrages andre retskilder til afklaringen af retsstillingen, end det almindeligvis er tilfældet. Et eksempel herpå kan være det arbejdsretlige område, hvor Arbejdsrettens afgørelser indgår som særlig retskilde.<sup>15</sup> I relation hertil bør nævnes, at retten kan opdeles i 3 dimensioner: den nationale dimension, den internationale dimension og den EU-orienterede dimension<sup>16</sup>. Denne afhandlings

---

<sup>10</sup> Blume, Peter, 2016. *Retssystemet og juridisk metode*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 3. udgave, side 172.

<sup>11</sup> Blume, 2016, side 188-189.

<sup>12</sup> Blume, 2016, side 188-189.

<sup>13</sup> Blume, 2016, side 194-195.

<sup>14</sup> Blume, 2016, side 245-248.

<sup>15</sup> Blume, 2016, side 176.

<sup>16</sup> Blume, 2016, side 269.

juridiske del omhandler ikke et juridisk område med sin egen særlige metodologi, hvorfor der her blot anvendes den almindelige juridiske metode. Ligeledes eksisterer afhandlingens genstand helt indenfor den nationale dimension, hvorfor retskilder for de øvrige dimensioner ikke vil blive gennemgået her.

### 1.5.3 Økonomisk metode

Afhandlingens økonomiske del vil bestå af en teoretisk analyse. Dette gøres ved at opstille en række fiktive virksomheder, som kendte økonomiske teorier og modeller vil blive anvendt på.

Afhandlingens økonomiske del indeholder således ikke noget empirisk element, men søger at skabe ny indsigt i emnet ved at belyse det fra en ny teoretisk vinkel. Ved opstilling af de fiktive regnskaber anvendes dog data fra Nasdaq<sup>17</sup> og NYU Stern<sup>18</sup>. Der anvendes deduktiv metode sådan, at konklusionerne vil fremkomme logisk af præmisserne<sup>19</sup>.

Videnskabsteoretisk arbejdes der ud fra den neoklassiske økonomiske teori. Udgangspunktet er, at agenter er rationelle, har fuld information samt et umætteligt behov. Hver agent søger således at optimere sin egen personlige nytte. Virksomheder ses som fuldt rationelle profitmaksimerer.<sup>20</sup>

Herudover antages efficiente kapitalmarkeder. Normalt arbejdes med en af tre efficiensgrader for de finansielle markeder, stærkt efficiente, semi-stærk efficiente og svagt efficiente<sup>21</sup>. I denne afhandling anvendes den semi-stærk efficiensgrad således, at al offentligt tilgængelig information, der er af betydning for prissætningen af et finansielt aktiv, altid er indregnet i aktivets markedspris<sup>22</sup>. Markedsdeltagerne antages desuden at være risikoaverse.

Grundlaget for analysen er (fiktive) regnskabsposter med det formål at beskrive ændringer i værdiansættelser. Anvendelsen af regnskabsdata er dog ikke uproblematisk. I litteraturen debatteres det løbende, hvordan regnskabsdannelsen i det offentlige såvel som i det private skal indrettes. I den regnskabsfaglige litteratur anerkendes det, at et regnskabsparadigmes informationsværdi for

---

<sup>17</sup> Data hentes fra Nasdaqs hjemmeside:

[http://www.nasdaqomxnordic.com/indexes/historical\\_prices?Instrument=DK0060368991](http://www.nasdaqomxnordic.com/indexes/historical_prices?Instrument=DK0060368991)

<sup>18</sup> Data er udarbejdet af Damodaran, Aswath, og hentes fra hans hjemmeside under NYU Stern:

[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datacurrent.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html)

<sup>19</sup> Knudsen, Christian, 1994. *Økonomisk metodologi – bind 1*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2. udgave, side 57-58.

<sup>20</sup> Tvarnø og Nielsen, 2017, side 433.

<sup>21</sup> Hillier, David, Clacher, Lain, Ross, Stephen, Westerfield, Randolph og Jordan, Bradford, 2014. *Fundamentals of Corporate Finance*. New York: Mc-Graw-Hill Education, Second European Edition, side 318.

<sup>22</sup> Hillier et al, 2014, side 318.

brugerne vil afhænge af, hvilken type bruger der er tale om<sup>23</sup>. Ligeledes anerkendes det, at regnskaber kan indeholde støj, enten grundet regnskabslovgivningen eller som følge af, at det i regnskabsrapportering kan være nødvendigt at foretage skøn<sup>24</sup>. Derudover kan regnskabsproducenterne, i det omfang de er rationelle og egennytteoptimerende, have interesse i at bruge regnskaberne til at danne et bestemt billede af virksomheden. F.eks. kan en virksomheds ledelse, der aflønnes som funktion af virksomhedens årlige resultater, udnytte fleksibiliteten i regnskabslovgivningen til at ”pynte” på årsregnskabet.<sup>25</sup> På den måde kan regnskabsproduktionen betragtes som et klassisk principal-agentproblem (PA-problem), hvor regnskabsbrugerne er principalen, der ønsker retvisende information om virksomheden, og regnskabsproducenterne indtager agentrollen og forsøger at tegne det billede af virksomheden, der bedst fremmer deres egne interesser. Problematikken opstår, når principalen og agenten har forskellige interesser, og der er asymmetrisk information mellem parterne.<sup>26</sup>

I praksis medfører PA-problemet, at man som regnskabsbruger underlægger regnskaberne en kvalitetsanalyse og følgende reformulering<sup>27</sup> for at udlede den ønskede information, men i en sådan tilgang ligger en antagelse om, at der findes noget bagvedliggende ”virkeligt”, som regnskabsdata kan beskrive. Dette afhænger igen af, hvilken ontologi regnskabsbrugerne anlægger i deres arbejde med regnskabet<sup>28</sup>.

I nærværende afhandling anvendes en positivistisk tilgang, og de opstillede regnskabsværdier antages således at være objektive repræsentationer af virkeligheden<sup>29</sup>. Set i den kontekst som regnskabsproduktion i praksis befinder sig i og de dertilhørende incitamentsproblemer, kan en sådan tilgang virke urealistisk. Dog tillader et positivistisk syn på regnskaberne, at der fokuseres snævert på afhandlingens økonomiske problem. Formålet med de fiktive regnskabsværdier er at opstille eksempler, der gør det muligt at undersøge den værdiansættelsesmæssige effekt af en enkelt variabel: den forventede volatilitet på virksomhedens aktiver. At undersøge, hvordan eller hvorvidt

---

<sup>23</sup> Petersen, Christian, Plenborg, Thomas og Kinserdal, Finn, 2017. *Financial Statement Analysis, Valuation – Credit analysis – Performance Evaluation*. Bergen: Fagbokforlaget, side 21-41

<sup>24</sup> Sørensen, 2012, side 129-130.

<sup>25</sup> Sørensen, 2012, side 129-132.

<sup>26</sup> Zimmerman, Jerold L., 2017. *Accounting for Decision Making and Control*. New York: Mc-Graw-Hill Education, International Edition, side 128-133.

<sup>27</sup> Sørensen, 2012, side 129-201.

<sup>28</sup> Jeppesen, Kim Klarskov, 2012, *Regnskaber og postmoderne ontologi*. I Claus Nygaard (red.), 2012.

*Samfundsvidenskabelige analysemetoder* (s. 147-169). Frederiksberg: Samfundslitteratur, 2. udgave, side 147-153.

<sup>29</sup> Jeppesen, 2012, side 153-154.

det ”korrekte billede” af virksomheden afledes af regnskabet, er i sig selv interessant, men hjælper ikke med at besvare afhandlingens økonomiske problemformulering.

#### 1.5.4 Økonomisk teori

Den økonomiske analyses omdrejningspunkt er værdiansættelse af virksomheder.

Ved ”værdiansættelse” menes der i denne sammenhæng ejerkapitalværdien eller aktionærværdien, altså hvad virksomhedens pengemæssige værdi for ejerne er.

##### 1.5.4.1 RI-modellen

De fiktive virksomheder værdiansættes ved anvendelse af en den indirekte risidualindkomstmodel (RI-modellen)<sup>30</sup>. Modellen er en blandt flere absolutte værdiansættelsesmodeller, der teoretisk alle bør føre til samme resultat<sup>31</sup>. Modellerne opdeles i direkte og indirekte modeller, hvor de direkte modeller beregner aktieværdien ved direkte at diskontere de strømme, der tilfalder ejerne, hvorimod de indirekte modeller først finder strømmene til alle kapitalindskydere, hvorefter ejerkapitalværdien bestemmes ved at fratække långivernes fordringer<sup>32</sup>. I afhandlingen er den indirekte fremgangsmåde valgt, så långivernes fordringer fremstår mere klart af modellen. Grunden hertil er, at den økonomiske analyse primært vil beskæftige sig med ændringer i virksomhedernes finansielle omkostninger, hvorfor det er en fordel at bruge en model, der har fokus på dette aspekt. RI-modellen er valgt, da den er regnskabsfokuseret<sup>33</sup>, hvilket giver et godt sammenspil med analysen, der netop fokuserer på virksomheder repræsenteret ved deres regnskabsværdier.

I modellen beregnes markedsværdien af ejerkapitalen  $V_0^E$  som:<sup>34</sup>

$$V_0^E = NDA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{RIDO_t}{(1 + r_{wacc})^t} + \frac{RIDO_{T+1}}{(r_{wacc} - g)(1 + r_{wacc})^T} - NFF_0$$

hvor NDA angiver virksomhedens netto driftsaktiver, RIDO er risidualoverskuddet fra driften,  $r_{wacc}$  er virksomhedens vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger,  $g$  er virksomhedens konstante vækstrate, NFF er netto finansielle forpligtigelser og  $t$  angiver tidspunktet<sup>35</sup>. Således er

---

<sup>30</sup> Sørensen, 2012, side 41-42.

<sup>31</sup> Sørensen, 2012, side 32-33. I praksis kan der ofte opstå problemer med at få modellerne til at give samme værdiansættelser, særligt fordi det kræver, at selskabets kapitalstruktur er baseret på markedsværdier og er kontant over tid, se side 54-56.

<sup>32</sup> Sørensen, 2012, side 32-33.

<sup>33</sup> Sørensen, 2012, side 41-42.

<sup>34</sup> Sørensen, 2012, side 39.

<sup>35</sup> Sørensen, 2012, side 35-36.

$NDA_0$  netto driftsaktiver på starttidspunktet (år 0).

Modellen består af fire led. I første led angives nettodriftsaktiver på starttidspunktet. Andet led angiver den såkaldte budgetperiode, hvor residualoverskuddene fra driften i budgetperioden tilbagediskonteres og summeres. Tredje led beskriver tiden efter budgetperioden kaldet terminalperioden (starter ved tidspunkt T+1) og udtrykker, hvordan virksomheden forventes at udvikle sig i al fremtid. Residualoverskuddet fra terminalperioden tilbagediskonteres under hensyntagen til virksomhedens forventede konstante vækstrate. Sidst i fjerde led fratrækkes netto finansielle forpligtigelse på starttidspunktet.<sup>36</sup>

#### 1.5.4.2 Udvidet DuPont-model

Når proformaregnskaberne i budgetperioden skal opstilles, anvendes den udvidede DuPont-model.

Modellen er en dekomponering af virksomhedens egenkapitalforretning ROE i forskellige niveauer<sup>37</sup>. I første niveau spaltes ROE i hhv. afkast på NDA og finansiell gearing. I andet niveau undersøges overskudsgrad, aktivernes omsætningshastighed, finansiell gearing og spread. I tredje niveau dekomponeres disse i et utal af mindre drivere, der belyser specifikke dele af virksomheden og dens værdiskabelse.<sup>38</sup>

Da analyse anvendes på fiktive virksomheder, findes det ikke relevant at anvende samtlige af de drivere, som den udvidede DuPont-model opstiller. I stedet inddrages blot modellens første og andet niveau.

I første niveau defineres ROE som:

$$ROE = ROIC + (FGEAR * (ROIC - r)) \quad , \quad ROIC = \frac{DO}{Gns.NDA}$$

hvor ROIC er afkastet på netto driftsaktiver, og DO er det samlede driftsoverskud<sup>39</sup>.

FGEAR og SPREAD bestemmes ved:

$$FGEAR = \frac{Gns.NFF}{Gns.EK} \quad , \quad SPREAD = ROIC - r \quad , \quad r = \frac{NFO}{Gns.NFF}$$

hvor r er den gennemsnitlige lånerente i procent, NFO er netto finansielle omkostninger og EK er ordinær egenkapital<sup>40</sup>.

---

<sup>36</sup> Sørensen, 2012, side 39-40.

<sup>37</sup> Sørensen, 2012, side 209-210.

<sup>38</sup> Sørensen, 2012, side 210.

<sup>39</sup> Sørensen, 2012, side 211-212.

<sup>40</sup> Sørensen, 2012, side 212.

I andet niveau defineres ROIC:

$$ROIC = OG * AOH \quad , \quad OG = \frac{DO}{\text{Nettoomsætning}} \quad , \quad AOH = \frac{\text{Nettoomsætning}}{\text{Gns.NDA}}$$

hvor OG er overskudsgraden, og AOH er aktivernes omsætningshastighed.<sup>41</sup>

#### 1.5.4.3 Weighted-Average Cost of Capital

Som det fremgår ovenfor, er værdiansættelsen afhængig af virksomhedens gennemsnitlige kapitalomkostninger (engelsk: weighted-average cost of capital), som bestemmes ved:

$$r_{wacc} = \frac{V_0^E}{V_0^{EV}} * r_e + \frac{V_0^{NFF}}{V_0^{EV}} * r_g \quad , \quad V_0^{EV} = V_0^E + V_0^{NFF}$$

hvor  $r_e$  er ejernes afkastkrav,  $r_g$  er de finansielle omkostninger efter skat og  $V_0^{NFF}$  og  $V_0^E$  er markedsværdien af hhv. netto finansielle forpligtigelser og egenkapitalen.<sup>42</sup>

#### 1.5.4.4 Capital Asset Pricing Model

Til beregning af ejernes afkastkrav anvendes CAPM (Capital Asset Pricing Model). Modellen beskriver det forventede afkast af et finansielt aktiv til aktivets kapitalejere. Det forventede afkast afhænger af aktivets afkasts variation med markedets afkast under antagelse af, at al virksomhedsspecifik risiko bortdiversificeres. Herved fremkommer et mål for aktivets systematiske risiko ( $\beta$  eller beta-værdien). Et vigtigt resultat af modellen er, at investorer kun belønnes for systematisk risiko altså den risiko, der ikke kan fjernes ved diversifikation.<sup>43</sup>

$$r_e = r_f + \beta(E(r_m) - r_f)$$

hvor  $r_f$  er den risikofrie rente og  $E(r_m)$  det forventede afkast ved investering i hele markedet (markedsporteføljen). Det skal bemærkes, at der i teorien skal anvendes forskellige risikofrie renter således, at der på pengestrømme for år 1 anvendes renten for risikofrie nulcouponobligationer med en løbetid på 1 år, en løbetid på 2 år for pengestrømme i år 2 osv. I praksis og i denne afhandling anvendes blot renten på 10-årige statsobligationer som proxy.<sup>44</sup>

Beta-værdien beregnes ved:

---

<sup>41</sup> Sørensen, 2012, side 216.

<sup>42</sup> Sørensen, 2012, side 46.

<sup>43</sup> Hillier et al, 2014, side 341-349.

<sup>44</sup> Sørensen, 2012, side 43-44.

$$\beta = \frac{Cov(r_a, r_b)}{Var(r_b)}$$

hvor  $r_a$  er afkastet af det undersøgte aktiv, og  $r_b$  markedsafkastet<sup>45</sup>.

Modellen har været udsat for en del kritik i litteraturen. Kritikere har dels rettet sig mod modellens antagelse om, at investorer kan konstruere en portefølje, der repræsenterer hele markedet den såkaldte markedsportefølje. En sådan portefølje findes ikke i praksis, hvorfor brugere af CAPM ser sig nødsaget til at anvende en proxy for den teoretiske markedsportefølje – ofte en form for indeks f.eks. SP500, CAP 20, FTSE 100, mv. En sådan anvendelse af proxy bevirker dog, at CAPM bliver empirisk utestbar.<sup>46</sup>

Selve beregningen af beta-værdien er også blevet kritiseret. Gregory et al. (2017)<sup>47</sup> finder, at beregning af beta-værdien på baggrund af data med høj frekvens ikke opfanger en akties risiko med samme præcision som beregninger ud fra data med lav frekvens. Effekten er størst ved mindre virksomheder. Forfatterne mener, at beta-værdier beregnet ud fra data med høj frekvens ikke giver markedsagenterne tilstrækkeligt tid til fuldt ud at inkorporere betydningen af nyheder, og denne effekt vil selvsagt være større ved aktier, som er uigennemskuelige, eller ikke på forhånd har været underlagt granskning. Ligeledes har Dempsey (2013)<sup>48</sup> udtrykt skarp kritik af modellen og beregning af beta-værdien.

På trods heraf, er CAPM stadig hyppigt anvendt og præsenteres ofte i diverse lærebøger om finans og regnskab<sup>49</sup>. Dette skyldes formentligt, at modellen er let at bruge, og beta-værdien, til trods for sine begrænsninger, nemt kan beregnes på baggrund af en proxy for markedsporteføljen, når blot afkasthistorikken for den undersøgte aktie kendes. På denne baggrund anvendes CAPM-modellen til fastsættelse af  $r_e$ .

---

<sup>45</sup> Brealey, Richard A., Myers, Stewart C., Marcus, Alan J., 2018. *Fundamentals of corporate Finance*. New York: McGraw-Hill Education, 9. udgave, side 362-365.

<sup>46</sup> Hillier et al, 2014, side 351.

<sup>47</sup> Gregory, Hua og Tharyan, 2018. In Search of Beta. *British Accounting Review* 50: 425-441. Hentet d. 31-03-2020 fra [www.sciencedirect.com](http://www.sciencedirect.com).

<sup>48</sup> Dempsey, The Capital Pricing Model (CAPM): The History of a Failed Revolutionary Idea in Finance?, *Abacus*, vol 49, 2013, side 7-23. Hentet d. 31-03-2020 fra [www.onlinelibrary.wiley.com](http://www.onlinelibrary.wiley.com).

<sup>49</sup> Se f.eks. Hillier et al, 2014, side 206 eller Sørensen, 2012, side 43.



#### 1.5.4.5 Mertons optionsmodel

For at estimere  $r_g$  anvendes Merton's optionsmodel. Modellen betragter køb af virksomhedskapital som at købe en call option på virksomhedens aktiver, idet kapitalejerne aldrig kan tabe mere end deres indskud, mens der ikke er noget loft for deres gevinst:

$$R_t - n_t = -\frac{1}{t} * \ln\left(\frac{1}{G} * N(d_1) + N(d_2)\right) \quad , \quad G = \frac{B * e^{-n_t * t}}{A}$$

hvor  $R_t - n_t$  angiver risikopræmien for den undersøgte erhvervsobligation,  $n$  angiver den risikofrie rente for løbetiden  $t$ ,  $G$  angiver virksomhedens gældsandel,  $B$  angiver den tilbageværende obligationsgæld, og  $A$  angiver virksomhedens samlede aktiver.<sup>50</sup>

Som nævnt under forrige afsnit anvendes renten for 10-årige statsobligationer som proxy for den risikofrie rente.

$d_1$  og  $d_2$  er givet ved:

$$d_1 = \frac{-\frac{\sigma^2 * t}{2} - \ln(G)}{\sigma * \sqrt{t}} \quad , \quad d_2 = \frac{-\frac{\sigma^2 * t}{2} + \ln(G)}{\sigma * \sqrt{t}}$$

hvor  $\sigma$  er den forventede årlige volatilitet på virksomhedens aktiver i løbetiden, og  $N()$  udtrykker den kumulative normalfordelingsfunktion.<sup>51</sup>

En forudsætning for anvendelsen af Merton optionsmodel er, at tabet for virksomhedens ejere er begrænset<sup>52</sup>, og modellen er derfor mest oplagt at anvende på virksomheder med begrænset hæftelse.

#### 1.5.5 Integreret metode

Den integrerede analyse sammenholder resultaterne fra den juridiske og den økonomiske analyse for derved at undersøge de økonomiske effekter af retsstillingen. Der er således tale om en integration af retspolitik og økonomiske overvejelser, og analysen bliver på den måde retsøkonomisk<sup>53</sup>. I modsætning til den juridiske analyse, hvor formålet var afklaring af gældende ret (de lege lata), er formålet her at afklare, hvordan retsstilligen *burde* være (de lege ferenda)<sup>54</sup> ud fra en økonomisk efficiensbetragtning.

---

<sup>50</sup> Christensen, Michael, 2019. *Obligationsinvestering. Teori og praktisk anvendelse*. København: Djøf Forlag, 9. udgave, side 246-247.

<sup>51</sup> Christensen, 2019, side 246-247.

<sup>52</sup> Christensen, 2019, side 246.

<sup>53</sup> Tvarnø og Nilsen, 2017, side 449 ff.

<sup>54</sup> Tvarnø og Nielsen, 2017, side 30.

## 1.5.6 Integreret teori

### 1.5.6.1 Efficiens og nyttebegrebet

Før det kan undersøges, hvorvidt en retsregel er efficient, må efficiensbegrebet først defineres. Med en efficient retsregel menes i denne afhandling den retsregel, der ud af sættet af alle mulige retsregler medfører den største samlede nytte på samfundsniveau.

Nyttebegrebet kan defineres sådan, at den rationelle agent foretrækker en resursefordeling, der maksimerer hans nytte fremfor en fordeling, der ikke gør, og i en valgsituation vælger den rationelle agent efter denne præference<sup>55</sup>. Nyttebegrebet hænger på den måde sammen med agenternes rationalitet, da det er rationaliteten, der afgør, hvordan agenten vælger i valgsituationen<sup>56</sup>. Agentens nytteoptimering er bundet af agentens rationalitet.

I den integrerede analyse anvendes værditilførsel i kroner og øre som proxy for nytteværdi. Den rationelle agent vil således altid foretrække den fordeling, der øger agentens formue mest.

Ligeledes antages den på samfundsniveau bedste løsning (den efficiente retsregel) at være den, der giver den størst samlede værdistigning. Dette svarer til Kaldor-Hicks-kriteriet, der består i, at den optimale fordeling af resurserne er den fordeling, der skaber den størst mulige totale værdi<sup>57</sup>.

### 1.5.6.2 Spilteori

I den integrerede analyse anvendes spilteori til at undersøge agenternes villighed til at indgå forlig, når de er underligt forskellige retlige normer.

#### Nash-ligevægt

I den spilteoretiske analyse anvendes Nash-ligevægt til at undersøge hvilken adfærd, spillerne forventes af anlægge. En Nash-ligevægt kan defineres som den kombination af strategier, hvor ingen af spillerne kan blive bedre stillet ved at ændre sin strategi, givet de øvrige spilleres strategier ikke ændrer sig<sup>58</sup>.

#### Svag og stærk dominans

I den spilteoretiske analyse undersøges spillernes forskellige strategier baseret på deres udbytter, U. I den forbindelse overvejes mulige dominerende strategier. Spiller i's strategi  $s_i'$  siges at være stærkt

---

<sup>55</sup> Tvarnø og Nielsen, 2017, side 433f.

<sup>56</sup> Baird, Douglas G., Gertner, Robert H. og Picker, Randal C. 1994. *Game Theory and the Law*. United States of America: Harvard University Press, side 11.

<sup>57</sup> Eide, Erling og Staaving, Endre, 2008. *Rettsøkonomi*. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag, side 111-112.

<sup>58</sup> Baird, Gertner og Picker, 1994, side 21.

dominerende over strategi  $s_i$ , hvis den uafhængigt af de øvrige spilleres strategivalg giver et højere udbytte:<sup>59</sup>

$$U_1(s'_i, s_{-i}) > U_1(s_i, s_{-i}) \text{ for alle } s_i \text{ og } s_{-i}$$

Hvor  $s_{-i}$  beskriver mulige strategier for alle spillere undtagen spiller  $i$ .<sup>60</sup>

Hvis strategi  $s'_i$  kun giver højere udbytte end  $s_i$  for en delmængde af  $s_{-i}$ , men aldrig giver lavere udbytte end  $s_{-i}$ , siges strategien at være svagt dominerende.<sup>61</sup>

## 1.6 Afhandlingens disposition

Afhandlingen er opdelt på følgende måde. I kapitel 2 undersøges retsstillingen i forhold til, hvornår en yngre ulovfæstet tilbageholdsret kan få ret over et ældre gyldigt stiftet virksomhedspant. I kapitel 3 foretages en økonomisk analyse af effekten af, at den forventede volatilitet på en virksomheds aktiver ændres. I kapitel 4 foretages en spilteoretisk analyse af den økonomiske effekt af retsstillingen og dette sammenholdes med resultaterne fra den økonomiske analyse. Kapitel 5 indeholder opgavens svar på den overordnede problemformulering i form af konklusionen efterfulgt af en perspektivering af afhandlingens resultater.

## Kapitel 2 – Juridisk analyse

Den juridiske analyse undersøger først lovhjemlen for indførslen af virksomhedspant og de dertilhørende forarbejder. Herefter undersøges muligheden for at påberåbe sig den ulovfæstede tilbageholdsret. På den baggrund og med udgangspunkt i retspraksis opstilles en række betingelser for, hvornår en yngre ulovfæstet tilbageholdsret har ret over et ældre og gyldigt stiftet virksomhedspant.

### 2.1 Tinglysningslovens § 47 c

#### 2.1.1 Indledning

Med lov nr. 560 af 24/06/2005 om ændring af tinglysningsloven, konkursloven og andre love (virksomhedspant), § 1, nr. 2 indførtes ved indsættelse af § 47 c I tinglysningsloven (TL) virksomhedspantet som mulig pantform i Danmark.

Lovens § 2, nr. 3 indførte et særligt krav om sikkerhedsstillelse således at virksomhedspanthaver, i

---

<sup>59</sup> Dutta, Prajit K., 1999. *Strategies and Games. Theory and Practice*. Massachusetts: The MIT Press, side 41.

<sup>60</sup> Dutta, 1999, side 41.

<sup>61</sup> Dutta, 1999, side 41-42.

tilfælde af panteudstederens konkurs, skal stille 50.000 kr. til sikkerhed for boomkostningerne, jf. konkursloven § 27, stk. 4.

Formålet med indførelsen af virksomhedspant var at forberede virksomheders finansieringsmuligheder ved på en samlet og enkelt måde at kunne pantsætte vigtige aktivtype som f.eks. selskabets samlede varelager, uden at dette vanskeliggøres af krav om, at pantsætningen foretages i hvert enkelt aktiv, jf. de indledende bemærkninger til lovforslag nr. 162 af 27/04/2005 i folketingstidende 2004-05, 2. samling A, side 7380.

Som grundlag for den videre analyse gennemgås i det følgende TL § 47 c.

#### 2.1.2 TL § 47 c, stk. 1

TL § 47 c, stk. 1:

*”Indehaveren af en erhvervsvirksomhed kan ved anvendelse af skadesløsbrev eller ejerpantebrev underpantsætte, hvad virksomheden ejer eller fremtidig erhverver (virksomhedspant), jf. stk. 3 og 4. Pantsætning er ikke til hinder for, at aktiver, bortset fra fordringer, udskilles ifølge regelmæssig drift af virksomheden.”*

Af ordlyden fremgår, at det kun er erhvervsvirksomhedens ejer, der kan pantsætte virksomheden. Det er uden betydning, om ejeren er et selskab, da der med indehaveren menes den juridiske person, der ejer virksomheden<sup>62</sup>. Selve pantsætning kan ske ved anvendelse af enten ejerpantebrev eller skadesløsbrev. Pantsætningen omfatter ”hvad virksomheden ejer eller fremtidig erhverver” med henvisning til TL § 47 c, stk. 3 og 4, der gennemgås neden for. Det er altså selve ejerskabet, der afgør, om aktivet er omfattet af virksomhedspantet, og der kan af lovens ordlyd ikke udledes noget krav om *besiddelse* af den pantsatte genstand. Genstanden indgår i pantmassen fra det tidspunkt, den ejes af virksomheden, der har udstedt virksomhedspantet, dvs. fra det tidspunkt, hvor individualisering er sket<sup>63</sup>.

Ifølge bestemmelsens 2. pkt. hindrer pantsætning ved anvendelse af virksomhedspant ikke, at aktiver, der ikke er fordringer, udskilles fra pantmassen, såfremt udskillelsen sker ifølge regelmæssig drift. Virksomhedspantet bliver herved en flydende pantform, idet der løbende vil være ændring i, hvilket aktiver der er omfattet af pantet.

---

<sup>62</sup> Bang-Petersen, Ulrik Rammeskov, Petersen, Lars Lindencrone og Spanggaard, Thorvald, 2008. *Virksomhedspant*. København: Forlaget Thomson, 1. udgave, side 57.

<sup>63</sup> Iversen, Bent, Kristensen, Lars Hedegaard og Madsen, Lars Henrik Gam, 2015. *Panteret*. København: Karnov Group, 5. udgave, side 406.

### 2.1.2.1 Særligt om "regelmæssig drift"

TL § 47 c giver ingen uddybning af, hvordan udtrykket "regelmæssig drift" nærmere skal forstås, men begrebet behandles i forarbejderne. I bemærkningerne til lovforslag nr. 162 af 27/04/2005 i folketingstidende 2004-05, 2. samling A, side 7380 anføres:

*"Det bør efter udvalgets opfattelse være muligt at udskille ifølge regelmæssig drift virksomhedens omsætningsaktiver, dvs. varelagre, fabriksnye biler, besætning (slagtedyr) mv., og anlægsaktiver, dvs. virksomhedens driftsinventar og driftsmateriel samt eventuelle besætning (avlsvirksomhed). En lignende ordning gælder efter tinglysningslovens § 37 om tilbehør til fast ejendom, der er omfattet af en pantret heri*

*(...) Også virksomhedens drivmidler mv. bør derfor kunne udskilles ifølge regelmæssig drift.*

*Virksomhedens immaterialrettigheder vil enten kunne udgøre anlægsaktiver eller omsætningsaktiver. I begge tilfælde kan der være et praktisk behov for, at aktiverne udskilles."*

Af bemærkningerne fremgår, at der er ganske brede rammer for hvilke typer af aktiver, der kan udskilles ifølge regelmæssig drift. At selskabets driftsaktiver som f.eks. varelageret kan udskilles som regelmæssig drift er oplagt, da hele formålet med anskaffelsen af sådanne aktiver typisk er videresalg, enten direkte som det kan være tilfældet ved en grossistvirksomhed, eller indirekte ved først at behandle de indkøbte (rå)varer for derefter at sælge dem. Anderledes forholder det sig med virksomhedens anlægsaktiver, der normalt må antages at have en mere permanent tilknytning til virksomheden og dennes værdiskabelse. En produktionsvirksomhed vil have svært ved at opretholde sin indtjening, hvis den sælger sine produktionsmaskiner. Det kan derfor virke besynderligt, at en virksomhed kan udskille sine anlægsaktiver ifølge regelmæssig drift. Et argument for at virksomheden skal tillades udskilning af anlægsaktiver er, at virksomheden herved får mulighed for at ændre sin strategi f.eks. ved at omlægge produktionen uden virksomhedspanthavers accept. Af bemærkningerne til lovforslag nr. 162 af 27/04/2005 i folketingstidende 2004-05, 2. samling A, side 7380-7381 fremgår:

*"Det bør efter udvalget opfattelse være et afgørende element ved vurderingen af, om udskillelsen sker ifølge regelmæssig drift af virksomheden, om pantsætterens dispositioner er forretningsmæssigt begrundede. At udskillelsen sker ifølge regelmæssig drift, må dog som udgangspunkt indebære, at udskillelsen af aktiver modsvares af, at pantsætteren anskaffer nye*

*aktiver, der gribes af panteretten, i den udtrækning det er nødvendigt for at holde virksomheden i regelmæssig drift.*

*(...) hvad der kan karakteriseres som udskillelse ifølge regelmæssig drift, (...) vil bero på en nærmere vurdering af den enkelte virksomhed og af de enkelte aktivers karakter”.*

Der indføres således en vurdering af dispositionernes forretningsmæssige begrundelse, når det skal bedømmes, om udskilning kan ske ifølge regelmæssig drift. Sigtet hermed er formentligt at hindre såkaldt ”asset-stripping”, hvor en pantsætter forsøger at udnytte virksomhedspanthaverens flydende karakter til at frasælge store dele af selskabets aktiver til skade for virksomhedspanthaveren<sup>64</sup>. Også i tilfælde hvor der foreligger en væsentlig forringelse af pantets værdi, vil virksomhedspanthaver ikke kunne tiltræde pantet, når blot forringelsen skyldes forhold, der er forretningsmæssigt begrundede, jf. betænkning nr. 1459/2005 om virksomhedspanthaver<sup>65</sup>.

Det må konkluderes, at der i bedømmelsen af om, der foreligger regelmæssig drift, skal tages hensyn til 1) virksomhedens konkrete forhold og den rolle de udskilte aktiver spiller i virksomheden, 2) om de udskilte aktiver erstattes af nye aktiver, der gribes af virksomhedspanthaveren, og 3) om dispositionerne er forretningsmæssigt begrundede.

Iversen, Kristensen og Madsen (2015) tilslutter sig generhvervelsen som et centralt aspekt i vurderingen af, om udskillelsen har været forretningsmæssigt begrundet. Både udskillelse af omsætningsaktiver og anlægsaktiver vil således være forretningsmæssigt begrundet, hvis de udskilte genstande erstattes af nye genstande, der har relation til virksomhedens fortsatte drift<sup>66</sup>. Bang-Pedersen, Petersen og Spanggaard fremfører også, vurderingen af regelmæssig drift må inkorporere en bedømmelse af, om udskilningen er forretningsmæssigt begrundet sådan, at det f.eks. kan være udtryk for regelmæssig drift, at visse produktionsmaskiner sælges, hvis virksomheden foretager et berettiget skift i sin forretningsstrategi – også selvom udskilningen medfører en forringelse af pantets værdi<sup>67</sup>.

### 2.1.3 TL § 47 c, stk. 2

TL § 47 c, stk. 2:

---

<sup>64</sup> Andersen og Werlauff, 2014, side 247.

<sup>65</sup> Bang-Pedersen, Petersen og Spanggaard, 2008, side 59-60.

<sup>66</sup> Iversen, Kristensen og Madsen, 2015, side 417,

<sup>67</sup> Bang-Pedersen, Petersen og Spanggaard, 2008, side 58-59.

*”Virksomhedspant skal tinglyses for at opnå beskyttelse med aftaler, der i god tro indgås med pantets ejer, og mod retsforfølgning. Skadesløsbreve som nævnt i stk. 1 kan ikke overdrages særskilt.”*

Bestemmelsen angiver tinglysning som sikringsakt for virksomhedspant, jf. 1. pkt. Herudover forbydes særskilt overdragelse af virksomhedspant, der er oprettet ved anvendelse af skadesløsbrev, jf. pkt. 2.

Særligt efter det i 2013 blev tilladt at oprette virksomhedspant ved ejerpantebreve, jf. lov nr. 519 af 28/05/2013 om ændring af lov om retsafgifter, tinglysningsafgiftsloven og lov om tinglysning, § 3, nr. 2, har der været nogen diskussion om, hvilken pantebrevtype der bør anvendes<sup>68</sup>. En nærmere undersøgelse heraf falder uden for afhandlingens område.

#### 2.1.4 TL § 47 c, stk. 3

TL § 47 c, stk. 3:

*”Virksomhedspant kan omfatte*

- 1) Simple fordringer hidrørende fra salg af varer og tjenesteydelser,*
- 2) Lagre af råvarer, halvfabrikata og færdigvarer,*
- 3) De i § 42 c nævnte køretøjer, som ikke er og aldrig har været registreret i Centralregistret for Motorkøretøjer eller i et tilsvarende udenlandsk register,*
- 4) Driftsinventar og driftsmateriel,*
- 5) Drivmidler og andre hjælpemidler,*
- 6) Besætning,*
- 7) Goodwill, domænenavne og rettigheder i henhold til patentloven, varemærkeloven, designloven, brugsmodelloven, mønsterloven, ophavsretsloven og lov om halvlederprodukters udformning (topografi) og*

---

<sup>68</sup> Se Bang-Pedersen, Ulrik Rammeskov, 2017. Etableringen af virksomhedspant ved ejerpantebrev: En fuser? *Ugeskrift for Retsvæsen* UfR 2017B.44: 44-47.

Se desuden Madsen, Lars Henrik Gam, 2017. Ejerpantebrevets retsstilling ved virksomhedspant – særligt om den primære pantehavers beskyttelse. *Ugeskrift for Retsvæsen* UfR 2017B.163: 163-171.

Samt Madsen, Lars Henrik Gam, 2017. Ejerpantebreve og virksomhedspant – en undersøgelse af de udstedte ejerpantebreve. *Ugeskrift for Retsvæsen* UfR 2017B.243: 243-251.

- 8) *De i § 42 c nævnte køretøjer som er eller har været registreret i Køretøjsregisteret eller i et tilsvarende udenlandsk register, såfremt pantsætteren driver erhvervsvirksomhed med køb og salg af køretøjer.”*

Bestemmelsen giver en udtømmende opremsning af de typer af aktiver, der kan omfattes af virksomhedspantet<sup>69</sup>.

#### Ad nr. 1

Det følger direkte af ordlyden, at virksomhedspantet kun omfatter simple fordringer, og at fordringerne skal stamme fra salg af vare eller tjenesteydelser for at blive omfattet af pantet. At kun simple fordringer gribes af virksomhedspantet skyldes, at det ikke har været ønsket at reglerne om virksomhedspant kom i karambolage med reglerne i gældsbrevsloven, jf. betænkning nr. 1459/2005<sup>70</sup>.

I betænkningen noterede udvalget i øvrigt:

*”Udvalget finder, (...), at en ordning med virksomhedspant omfatter pant i kundetilgodehavender”<sup>71</sup>  
(Min understregning)*

Anvendelsen af ordet ”kundetilgodehavender” samt ordvalget i lovteksten ”salg af varer og tjenesteydelser” må opfattes sådan, at simple fordringer, der stammer fra salg af anlægsaktiver, ikke er omfattet. Dette kan synes mærkeligt set i sammenhæng med at frasalg af anlægsaktiver er omfattet af ”regelmæssig drift”, se oven for, se afsnit 2.1.2.1. Pantsætter kan således sælge anlægsaktiver som følge af regelmæssig drift, uden at fordringen mod køberen gribes af virksomhedspantet. Pengeindestående hos pengeinstitutter gribes heller ikke af virksomhedspantet, jf. betænkning nr. 1459 af 01/01/2005 om virksomhedspant<sup>72</sup>.

#### Ad nr. 2

Af forarbejderne fremgår, at virksomhedspantet skal kunne omfatte alle omsætningsaktiver ”som et hele”, jf. betænkningen<sup>73</sup>. Forarbejdernes ordlyd ligger op til, at der anvendes en bred fortolkning således at f.eks. også den emballage, som varerne sælges i, er omfattet, jf. betænkningen<sup>74</sup>.

---

<sup>69</sup> Iversen, Kristensen og Madsen, 2015, side 419.

<sup>70</sup> Betænkning nr. 1459/2005, side 111.

<sup>71</sup> Betænkning nr. 1459/2005, side 110.

<sup>72</sup> Betænkning nr. 1459/2005, side 135 f, samt Iversen, Kristensen og Madsen, 2015, side 419 f.

<sup>73</sup> Betænkning nr. 1459/2005, side 111.

<sup>74</sup> Betænkning nr. 1459/2005, side 112.



### Ad nr. 3

Bestemmelsen betyder i praksis, at fabriksnye køretøjer er omfattet af virksomhedspantet, mens brugte køretøjer ikke omfattes<sup>75</sup>.

### Ad nr. 4

Med ”driftsinventar” og ”driftsmateriel” menes der samme tilbehør, som er omfattet af TL § 37 og § 47 b, stk. 2, hvor udtrykkene også anvendes<sup>76</sup>. Således omfattes:

*”(...) virksomhedens løsøre, uanset om det er stationært eller mobilt, og uanset om det er kontorinventar eller maskiner, men ikke de i tinglysningslovens § 42 c nævnte køretøjer.”<sup>77</sup>*

I betænkningen diskuteres forholdet mellem virksomhedspantet, TL § 37 og TL § 47 b, stk. 2 indgående. Forholdet omhandler dog virksomhedspantets retstilling i relation til øvrige panterettigheder, hvorfor en nærmere undersøgelse heraf falder uden for afhandlingens område, se afsnit 1.4.1.

### Ad nr. 5

Med formuleringen ”drivmidler og hjælpestoffer” henvises der til f.eks. benzin eller kul, der på den ene side ikke omfattes af nr. 2 om råvarer, halvfabrikata og færdigvarer., men ej heller har en sådan tilknytning til virksomheden, at det omfattes af nr. 4 om driftsinventar og driftsmateriel, jf. betænkningen<sup>78</sup>.

### Ad nr. 6

Bestemmelsen er indsat blot for at understrege, at levende dyr også kan omfattes af virksomhedspantet, uanset om der er tale om avlsdyr eller slagtedy, jf. betænkningen<sup>79</sup>.

### Ad nr. 7

Bestemmelsen medfører, at de nævnte immaterielle rettigheder omfattes af virksomhedspantet. Opremsningen er udtømmende<sup>80</sup>.

### Ad nr. 8

Bestemmelsen blev indført ved lov nr. 519 af 28/05/2013 om ændring af lov om retsafgifter,

---

<sup>75</sup> Iversen, Kristensen og Madsen, 2015, side 422.

<sup>76</sup> Betænkning nr. 1459/2005, side 116.

<sup>77</sup> Betænkning nr. 1459/2005, side 116.

<sup>78</sup> Betænkning nr. 1459/2005, side 125.

<sup>79</sup> Betænkning nr. 1459/2005, side 125-126.

<sup>80</sup> Iversen, Kristensen og Madsen, 2015, side 425.

tinglysningsafgifter og lov om tinglysning, jf. lovens § 3, nr. 5. Bestemmelsen bevirker, at virksomhedspantet i praksis kan omfatte brugte biler, forudsat at pantsætteren driver erhvervsvirksomhed med køb og salg af biler jf. forarbejderne<sup>81</sup>. I bedømmelsen af, hvorvidt en given pantsætter fanges af bestemmelsen, må indgå både den hastighed, hvormed køretøjerne erhverves og sælges samt virksomhedens formål<sup>82</sup>.

#### 2.1.5 TL § 47 c, stk. 4

TL § 47 c, stk. 4:

*”Uanset stk. 3 omfatter virksomhedspant ikke*

- 1) Aktiver omfattet af en tinglyst panteret i medfør af §§ 37 og 37 a, uanset hvornår panteretten i den faste ejendom er tinglyst,*
- 2) Aktiver, der kan omfattes af en panteret i en andel i en andelsboligforening i medfør af § 42 j, stk. 8,*
- 3) De i § 42 c nævnte køretøjer, der er fritaget for registrering,*
- 4) Skibe med en bruttotonage på 5 eller derover og aktiver, der kan omfattes af en panteret i skibe i medfør af sølovens § 28 og § 47, og*
- 5) Luftfartøjer og aktiver, der kan omfattes af en panteret i luftfartøj i med af §§ 1, 22 og 24 i lov om registrering af rettigheder over luftfartøjer, og flygenstande omfattet af lov om internationale sikkerhedsrettigheder i flymateriel.”*

Bestemmelsen opremser en række aktivtyper, der uanset stk. 3 ikke kan omfattes af virksomhedspantet. Nr. 1 og 2 samt nr. 4 og 5 omhandler forholdet mellem virksomhedspantet og øvrige panttyper, hvorfor det ikke vil blive gennemgået her, jf. afsnit 1.4.1. Nr. 3 skal ses i sammenhæng med TL § 47 c, stk. 3, nr. 3 således at køretøjer, der er fritaget for registrering f.eks. i medfør af køretøjsregistreringsloven § 2, stk. 3 og 4, ikke omfattes<sup>83</sup>.

#### 2.1.6 TL § 47 c, stk. 5, 6 og 7

TL § 47 c, stk. 5 hjemler den såkaldte ”plukkeregul”<sup>84</sup>, hvorefter et virksomhedspant på trods af korrekt tinglysning skal acceptere udlæg, når blot udlægshaveren giver meddelelse om udlægget

---

<sup>81</sup> Retsudvalgets betænkning af 25/04/2013 over Forslag til lov om ændring af lov om retsafgifter, tinglysningsafgiftsloven og lov om tinglysning, side 2-3.

<sup>82</sup> Iversen, Kristensen og Madsen, 2015, side 425-426.

<sup>83</sup> Iversen, Kristensen og Madsen, 2015, side 430-431.

<sup>84</sup> Iversen, Kristensen og Madsen, 2015, side 432.

inden for 3 hverdage. Da reglen omhandler virksomhedspantets stilling i forhold til udlæg (og ikke tilbageholdsret), undersøges bestemmelsen ikke nærmere, se afsnit 1.4.1.

Ligeledes behandles stk. 6 og 7 ikke, da disse bestemmelser omhandler virksomhedspantets stilling over for underpant og ejendomsforbehold.

### 2.1.7 Sammenfatning

For at et aktiv kan omfattes af et gyldigt stiftet virksomhedspant, skal aktivet være af en sådan karakter og beskaffenhed, at det lever op til kravene fastsat i TL § 47 c, stk. 3 dog uden at være omfattet af stk. 4. Skal aktiver udskilles fra pantet uden panthavers accept, kræves det, at aktivet ikke er en fordring og samt at udskillelsen sker efter regelmæssig drift, jf. TL § 47 c, stk. 1. I vurderingen af om en udskillelse er sket i forbindelse med regelmæssig drift, lægges der vægt på at 1) virksomhedens konkrete forhold og den rolle de udskilte aktiver spiller i virksomheden, 2) om de udskilte aktiver erstattes af nye aktiver, der gribes af virksomhedspantet og 3) om dispositionerne er forretningsmæssigt begrundede.

## 2.2 Tilbageholdsretten

### 2.2.1 Definition, oprindelse og formål

Tilbageholdsretten er en ulovfæstet rettighed udviklet i retspraksis<sup>85</sup>, som realdebitor kan gøre gældende mod realkreditor, i det tilfælde realkreditor ikke leverer modydelsen (typisk betaling af et pengebeløb). Tilbageholdsretten indeholder reelt to typer af rettigheder: 1) detentionsretten, der er retten til at tilbageholde sin egen ydelse indtil betaling foreligger, og 2) retentionsretten, der er retten til at tilbageholde sin egen ydelse i *en andens* formuegode indtil betaling foreligger<sup>86</sup>.

Forskellen ligger således i, hvem der ejer den tilbageholdte genstand. Retentionsretten har rødder tilbage i romerretten og er beslægtet med uretmæssig forretningsførelse (*negotiorum gestio*), idet den der redder et formuegode fra undergang eller forringelse kan søge sig fyldestgjort i det reddede formuegode (*versio in rem*)<sup>87</sup>. *Negotiorum gestio* er det obligationsretlige aspekt, der begrunder retmæssigheden af handlemåden inter partes, og *versio in rem* er det tingsretlige aspekt, der begrunder retten til at rette sig mod formuegodet for sit krav<sup>88</sup>.

Derudover er der en vis sammenhæng mellem tilbageholdsretten og samtidighedsgrundsætningen.

---

<sup>85</sup> Iversen, Kristensen og Madsen, 2015, side 462.

<sup>86</sup> Andersen og Werlauff, 2014, side 140.

<sup>87</sup> Andersen og Werlauff, 2014, side 141.

<sup>88</sup> Andersen og Werlauff, 2014, side 141.

Samtidighedsgrundsætningen (synallagma-princippet) går netop ud på, at A i et aftaleforhold med B kun er pligtig at yde i medfør af aftalen, såfremt B præsterer det ham af aftalen påkrævede<sup>89</sup>.

Formålet med udøvelsen af tilbageholdsretten er normalt at presse den person, hvis genstand tilbageholdes, til at præstere sin forpligtigelse. Tilbageholdsretten minder da om håndpantet idet genstandens ejer fratages muligheden for faktisk at råde over genstanden. En helt central forskel mellem tilbageholdsretten og håndpantet er dog, at pantaveren kan søge sig fyldestgjort uden først at foretage udlæg, jf. retsplejeloven, §538 a, stk. 1 og 2.<sup>90</sup>

### 2.2.2 Betingelser for udøvelse af tilbageholdsretten

Fra gammel tid opstilles tre grundlæggende kumulative betingelser for udøvelsen af lovlig tilbageholdsret:

1. Fordringen, der tilbageholdes med henvisning til, skal faktisk bestå,
2. tilbageholderen skal være i besiddelse af den tilbageholdte genstand, og
3. der er konneksitet mellem besiddelsen af den tilbageholdte genstand og den fordring, der tilbageholdes med henvisning til.<sup>91</sup>

I det følgende behandles hvert af disse forhold.

#### 2.2.2.1 Fordringens beståen

For at der lovligt kan udøves tilbageholdsret må der nødvendigvis bestå en fordring, jf. U 2012.352 V<sup>92</sup>, der omhandlede en speditørs mulighed for at udøve tilbageholdsret i gods. Landsretten udtalte bl.a. at:

*”Da [A], som anført, ikke havde krav på betaling, tiltræder landsretten, at [A] ikke var berettiget til at udøve tilbageholdsret for disse krav.”*<sup>93</sup> (Min rettelse til A)

Af formuleringen fremgår klart, at der ikke kan foretages lovlig tilbageholdelse for fordringer, der ikke findes.

I relation til fordringens beståen bør det overvejes, *hvornår* fordringer, der består, kan danne grundlag for lovlig udøvelse af tilbageholdsretten.

---

<sup>89</sup> Andersen, Mads Bryde og Lookofsky, Joseph, 2015, *Lærebog i obligationsret I – Ydelsen Beføjelser*. København: Karnov Group, 4. udgave, side 148.

<sup>90</sup> Iversen, Kristensen og Madsen, 2015, side 461.

<sup>91</sup> Andersen og Werlauff, 2014, side 141.

<sup>92</sup> Andersen og Werlauff, 2014, side 140.

<sup>93</sup> UfR 2012, side 359.

I U 1998.781 Ø havde A leaset et trykkerianlæg til B, og B havde i den forbindelse indbetalt et depositum til A på ca. 200.000 kr. Efter kontraktens udløb nægtede B at udlevere trykkerianlægget til A uden samtidigt at få udleveret det indbetalte depositum. Fogedretten lagde til grund, at det af kontrakten mellem parterne fremgik, at eventuelt depositum ville blive frigivet ved udløb, når alle krav mod leasingtageren var opfyldt, samt at leasingtageren ved kontraktens udløb for egen regning og risiko skulle tilbagelevere det leasede. Herefter udtalte fogedretten:

*”Idet det først, når rekviritus har tilbageleveret trykkerianlægget i henhold til kontraktens almindelige vilkår, kan konstateres, hvilke krav rekvirenten måtte have mod rekviritus, findes rekviritus ikke at kunne stille krav om samtidig udveksling af henholdsvis trykkerianlægget og depositum.*

*Rekviritus findes herefter ikke berettiget til at udøve tilbageholdsret i trykkerianlægget til sikkerhed for tilbagebetaling af det indbetalte depositum.”<sup>94</sup>*

B kunne herefter ikke udøve tilbageholdsret i trykkerianlægget med henvisning til manglende tilbagebetaling af depositummet. Østre Landsret stadfæstede fogedrettens kendelse med henvisning til fogedrettens begrundelse.

Rettens begrundelse må læses således, at B's krav om at få depositummet tilbagebetalt først forfaldt, *efter* hans forpligtigelser over for A var opfyldt. Rettens afvisning af B's udøvede tilbagehold i trykkerianlægget er således udtryk for, at der kun kan udøves tilbageholdsret med henvisning til fordringer, der er forfaldne<sup>95</sup>.

Selv i tilfælde hvor fordringen ikke er forfalden, vil der formentligt kunne udøves tilbageholdsret, hvis der foreligger anticiperet misligholdelse, og tilbageholdsretten kan under alle omstændigheder udøves imod et konkursbo, selvom kravet ikke er forfaldent<sup>96</sup>.

#### *2.2.2.2 Tilbageholderens besiddelse af genstanden*

Udøvelsen af tilbageholdsretten kræver, at tilbageholderen har den tilbageholdte genstand i sin besiddelse (rådighedsberøvelse) på en sådan måde, at skyldneren eller andre faktisk hindres i at få genstanden udleveret, jf. U 1973.229 Ø<sup>97</sup>, hvor en advokat, der af sin klient havde fået fuldmagt til at sælge klientens forretning, kunne udøve tilbageholdsret i klientens effekter som sikring for sit

---

<sup>94</sup> UfR 1998, side 782.

<sup>95</sup> Iversen, Kristensen og Madsen, 2015, side 465.

<sup>96</sup> Iversen, Kristensen og Madsen, 2015, side 465-466.

<sup>97</sup> Iversen, Kristensen og Madsen, 2015, side 467.

salærkrav.

I litteraturen antages det desuden, at kravene til rådighedsberøvelse ved udøvelse af tilbageholdsret svarer til kravene til rådigberøvelse ved håndpant, og at der således også vil være tale om tilstrækkelig besiddelse i de tilfælde, hvor en tredjemand, på vegne af tilbageholderen, har den tilbageholdte genstand i sin varetægt, jf. U 2014.3239 V, hvor en lastbil stadig blev betragtet som i tilbageholderens besiddelse, selvom den var sendt til lakering hos en underleverandør<sup>98</sup>.

### 2.2.2.3 Konneksitet

Også betingelsen om konneksitet udspringer af retspraksis. I U 1997.219 Ø kunne en revisor ikke udøve tilbageholdsret i regnskab og selvangivelse for året 1995 som ”sikkerhed for tidligere udførte opgaver”<sup>99</sup>. Formuleringen må læses som en henvisning til manglende konneksitet mellem de genstande, der søges tilbageholdt, og det krav, der tilbageholdes med henvisning til. At domstolene ikke direkte anvender ordlyden ”konneksitet” i sine begrundelser, er desværre ganske almindeligt, og kan til tider medføre tvivl om, hvorvidt der faktisk er foretaget en selvstændig vurdering af konneksitetsspørgsmålet.

I U 1982.1042 V anvendte fogedretten dog ordlyden ”konneksitetskravet”<sup>100</sup> og konkluderede, at konneksitetskravet ikke var opfyldt, ”(...) da der ikke ses at foreligge et nærmere forhold mellem kravet og besiddelsen”<sup>101</sup>. Vestre Landsret, der stadfæstede fogedrettens kendelse, anvendte derimod ikke ordlyden i sin begrundelse.

Sagen omhandlede en udlejer af en staldejendom, der tog sig betalt i fedesvin. Udlejeren blev efterfølgende genindsat i ejendommen og ville i den forbindelse udøve tilbageholdsret over nogle svin, der på tidspunktet for ind- og udsættelsesforretningen befandt sig på den udleje staldejendom. Landsretten udtalte:

*”Da appellant [udlejeren] ikke forud for udsættelsesforretningen den 22. juni 1981 har været i besiddelse af svinene, og da den ved udsættelsesforretningen vedrørende lejermålet skete besiddelsestagelse af svinene ikke findes at kunne danne grundlag for tilbageholdsret, tiltrædes det, at appellants [udlejerens] påstand ikke er taget til følge, hvorfor landsretten stadfæster fogedrettens afgørelse.”*<sup>102</sup>

---

<sup>98</sup> Iversen, Kristensen og Madsen, 2015, side 467.

<sup>99</sup> UfR 1997, side 220.

<sup>100</sup> UfR, 1982, side 1044.

<sup>101</sup> UfR, 1982, side 1044.

<sup>102</sup> UfR, 1982, side 1044.

At Landsretten vælger at stadfæste fogedrettens afgørelse med henvisning til samme betragtning om besiddelsestidspunkt, som fogedretten anførte men *uden* ordlyden ”konneksitet”, medfører tvivl om, hvorvidt Landsretten er enig i fogedrettens konneksitetsbedømmelse. I fogedrettens afgørelse begrundes den manglende konneksitet med, at der ikke var tilstrækkelig sammenhæng mellem udlejerens krav og udlejerens besiddelse af svinene. Derimod henviser Landsretten blot til, at udlejeren ikke var i besiddelse af svinene forud for udsættelsesforretningen. Andersen og Werlauff (2014) fremfører uden yderligere begrundelse, at dommen omhandler besiddelsesspørgsmålet, og henviser til dommen som eksempel på, at tilfældig besiddelse ikke er tilstrækkeligt til at opfylde besiddelsesbetingelsen<sup>103</sup>. Omvendt anfører Iversen, Kristensen og Madsen (2015) at konneksitetsbetingelsen netop skal hindre, at tilbageholderen tilfældigt bliver bedre stillet end øvrige kreditorer samt, at hvis et krav er opstået før, besiddelsen af den genstand, der søges tilbageholdt, etableres, vil det som udgangspunkt medfører, at konneksitetsbetingelsen ikke er opfyldt<sup>104</sup>.

Hvis det skal være meningsfuldt at holde besiddelsesbetingelsen og konneksitetsbetingelse adskilt som to separate betingelser, må besiddelsesbegrebet begrænses til omhandler den faktiske, konkrete besiddelse af den tilbageholdte genstand. Hvis der ved bedømmelsen af besiddelsesbetingelsen i vidt omfang også inddrages forhold, der relaterer sig til besiddelsens karakter, vil der ske en de facto sammensmeltning af besiddelsesbetingelsen og konneksitetsbetingelsen. På denne baggrund, konkluderes det, Landsrettens begrundelse i U 1982.1042 V er udtryk for en vurdering af konneksitet.

Tidspunktet for besiddelsens opståen som et element i konneksitetsbedømmelsen er særligt interessant, når tilbageholderen har et løbene mellemværende med skyldneren. Spørgsmålet bliver da om f.eks. en speditør, der løbende transporterer varer for skyldneren, kan udøve tilbageholdsret i transporteret gods for manglende betaling for tidligere leveringer. Hvis opfyldelsen af konneksitetsbetingelse kræver, at speditøren først udøver tilbageholdsret efter betalingskravet er forfaldent, og at det kun er netop det gods, der var del af den specifikke transport, som betalingskravet udspringer af, der kan tilbageholdes, vil speditøren kun kunne udøve tilbageholdsret med henvisning til manglende betaling for tidligere leveringer, såfremt forretningsforholdet mellem speditøren og modparten kan betragtes som ét samlet hele<sup>105</sup>. Andersen og Werlauff (2014) anfører,

---

<sup>103</sup> Andersen og Werlauff, 2014, side 141.

<sup>104</sup> Iversen, Kristensen og Madsen, 2015, side 469.

<sup>105</sup> Iversen, Kristensen og Madsen, 2015, side 471.

at domstolene er tilbageholdende med at anlægge en sådan enhedsbetragtning<sup>106</sup>. Højesteret tog stilling til spørgsmålet i U 2014.1458 H, der behandles neden for, se afsnit 2.3.3.1.

### 2.2.3 Tilbageholderens pression mod genstandens ejer

Som nævnt er det primære formål med udøvelse af tilbageholdsret at presse genstandens ejer til at præstere. Det bør herefter overvejes, om der er nogen øvre grænse for hvor meget pres, udøvelsen af tilbageholdsretten må påføre.

#### 2.2.3.1 U 2010.1793 Ø og U 1981.141 V

##### **U 2010.1793 Ø**

I U 2010.1793 Ø havde et advokatfirma A repræsenteret et selskab B som sagsøger. B gik konkurs mens sagerne stadig verserede, og sagerne blev derfor udsat sådan, at konkursboet kunne tage stilling til eventuel indtræden. I den forbindelse henvendte kurator for B's konkursbo sig til A med ønske om at få udleveret sagsakter mv. A nægtede at udlevere dokumenterne før boet havde betalt et beløb til dækning af de udgifter, som A havde afholdt i relation til sit arbejde som repræsentant for B, hvilket boet efterkom under protest. Både byretten og landsretten fandt, at A ikke havde ret til at tilbageholde dokumenterne, hvorfor A skulle tilbagebetale 44.207,87 kr. samt procesrente til B.

##### Tilbageholdsrettens omfang

I byrettens begrundelse understreges:

*”Efter teori og praksis kan der udøves tilbageholdsret over dokumenter, som en advokat inden konkursen har fået i sin besiddelse, og denne ret berøres som udgangspunkt ikke af konkursen.”<sup>107</sup>*

Landsretten gentager ikke byrettens betragtning men undsiger den ej heller. Da Østre Landsret med sin formulering ”(...) den udøvede tilbageholdsret”<sup>108</sup> klart betragter sagen som omhandlende tilbageholdsret, og idet byrettens dom stadfæstes, må det konkluderes, at tilbageholdsrettens udøvelse mod et konkursbo ikke i sig selv medfører, at tilbageholdelsens pression bliver for stor. Ligeledes kan tilbageholdsretten som udgangspunkt også udøves mod dokumenter til anvendelse i retssager.

##### Konkursboets behandling

Landsretten udtalte desuden:

---

<sup>106</sup> Andersen og Werlauff, 2014, side 141.

<sup>107</sup> UfR 2010, side 1796.

<sup>108</sup> UfR 2010, side 1797.



*”(...) konkursboet med føje måtte antage, at boet ikke uden det samlede materiale vedrørende sagerne havde et tilstrækkeligt grundlag for at foretage den i forhold til konkurslovens § 136, stk. 1, nødvendige vurdering af, om konkursboet ønskede at indtræde i sagerne.*

*(...) På denne baggrund finder landsretten, at den udøvede tilbageholdsret indebar et sådant pres på konkursboet, at [A] ikke var berettiget til at gøre den gældende.”<sup>109</sup>*

Således indgår det i bedømmelsen af pressets styrke, hvorvidt konkursboets behandling hindres ved udøvelsen af tilbageholdsretten. Formuleringen ”konkursboet med føje måtte antage” må forstås sådan, at konkursboet skal påvise en rimelig grund til at stoppe konkursbehandlingen som følge af tilbageholdelsen. Tilbageholdelse af genstande, der ikke er nødvendige for konkursboets stillingtagen til den fortsatte behandling, må forventes at være tilladt.

### **U 1981.141 V**

I modsætning til ovenstående afgørelse kunne en advokat i U 1981.141 V overfor et konkursbo udøve tilbageholdsret i dokumenter omhandlende en mulig erstatningssag.

#### **Størrelsen af det krævede beløb**

Vestre Landsret lagde særlig vægt på, at det beløb, som den tilbageholdende advokat krævede udbetalt for at udlevere dokumenterne, var ”(...) et forholdsvist beskedent beløb”<sup>110</sup> og henviste i øvrigt til fogedrettens begrundelse, hvorefter denne blev stadfæstet. Det af advokaten krævede beløb var på blot 1.490 kr. Størrelsen af det beløb, der kræves for, at den tilbageholdte genstand udleveres, kan hermed også tillægges vægt i vurderingen af, hvorvidt tilbageholdelsen medfører et urimeligt pres.

#### **Konkursboets behandling**

Det blev for landsretten godtgjort, at de dokumenter, som boet fik udleveret mod sikkerhedsstillelse, dannede en del af det grundlag, hvorpå konkursboet valgte at anlægge sag mod en af skyldnerens tidligere rådgivere. At advokaten på trods heraf kunne udøve tilbageholdsret i dokumenterne, står i kontrast til det af landsretten i U 2010.1793 Ø fremførte om hindring af konkursboet behandling.

### **Konklusion**

Baseret på de to modstridende domme konkluderes det, at der reelt er tale om en konkret vurdering,

---

<sup>109</sup> UfR 2010, side 1797.

<sup>110</sup> UfR 1981, side 141

hvor både hensynet til konkursboets behandling og størrelsen af det beløb, der kræves udbetalt, indgår.

#### *2.2.3.2 Udøvelse over for andre end konkursbo*

Også i situationer hvor tilbageholdsretten ikke søges udøvet mod et konkursbo, kan tilbageholdelse påføre et sådant uforholdsmæssigt pres, at tilbageholdsretten må vige, jf. FM 2001.129 Ø, hvor en revisors tilbageholdelse af regnskabsmateriale overfor et selskab, der blot 1,5 måned senere skulle indlevere sit regnskab Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, medførte et uforholdsmæssigt pres<sup>111</sup>.

Fogedretten udtalte, at den udøvede tilbageholdsret ikke var berettiget under henvisning til, at det tilbageholdte bilagsmateriale var nødvendigt for udfærdigelsen af årsregnskabet, der snart skulle indleveres til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen. Østre Landsret stadfæstede afgørelse med henvisning til fogedretten begrundelse.

Fælles for FM 2001.129 Ø og de i under 2.2.3.1 behandlede er, at tilbageholdsretten blev tilsidesat grundet skyldnerens (eller dennes konkursbos) manglende evne til at opfylde lovfæstede forpligtigelser uden besiddelse af den tilbageholdte genstand. Hvis tilbageholdelsen placerer skyldneren i en position, hvor skyldneren bliver ude af stand til at opfylde lovfæstede forpligtigelser, taler det således for, at det påførte pres er urimeligt højt.

#### *2.2.4 Sammenfatning*

For at den ulovfæstede tilbageholdsret kan rettes mod et aktiv, skal tilbageholderens fordring på skyldneren bestå herunder være forfalden, før tilbageholdsretten udøves. Tilbageholderen skal have den tilbageholdte genstand i sin besiddelse, men besiddelseskriteriet forhindrer ikke, at tilbageholderen placere genstanden hos en tredjemand f.eks. sin underleverandør.

Herudover skal der være konneksitet mellem tilbageholderens besiddelse af den tilbageholdte genstand og den fordring, som tilbageholdsretten udøves på baggrund af. Dette indebærer, at tilbageholderens besiddelse af genstande skal være sket som led i det forhold, som har skabt fordringen mod skyldneren, f.eks. ved at tilbageholderen er en mekaniker, der har udøvet service på skyldnerens bil, og herefter tilbageholder bilen, indtil bilens ejer præstere sin modydelse i form af betaling. I vurderingen af konneksitet indgår tidspunktet og baggrunden for besiddelsen opståen, sådan at tilfældig besiddelse af genstanden, der ikke relaterer sig til det af tilbageholderen ydede, ikke giver ret til tilbageholdelse.

Sidst skal der foretages en vurdering af det pres, som tilbageholdelsen medfører. Er presset efter en

---

<sup>111</sup> Andersen og Werlauff, 2014, side 142.

konkret vurdering urimeligt stort, kan det medføre, at tilbageholdsretten tilsidesættes. I vurderingen indgår størrelsen af det krævede beløb samt skyldnerens nødvendige anvendelse af den tilbageholdte genstand, for at opfylde lovfæstede forpligtigelser.

## 2.3 Virksomhedspant overfor den ulovfæstede tilbageholdsret

### 2.3.1 Justitsministerens besvarelse angående virksomhedspant og tilbageholdsret

I forbindelse med udvalgsbehandlingen af lovforslag nr. 162 af 27/04/2005 besvarede justitsministeriet en række spørgsmål fra Folketingets Retsudvalg, herunder to spørgsmål<sup>112</sup> i relation til henvendelser fra HTS (Handel, Transport og Serviceerhvervene). Begge henvendelser omhandler muligheden speditører mv. efter indførelsen af virksomhedspant vil have for at sikre sine krav for f.eks. transport af gods, når den virksomhed, som transporten foretages for, har udstedt virksomhedspant til tredjemand f.eks. sin bank<sup>113</sup>.

Justitsministeren udtalte i den forbindelse:

*”Det bemærkes, at lovforslaget ikke berører de ulovbestemte regler om en transportørs eller andres mulighed for at tilbageholde aktiver som sikkerhed for sit krav (tilbageholdsret). Disse regler vil dermed gælde uændret under en ordning med virksomhedspant.”*<sup>114</sup> (Min understregning, idet der i det citerede fremhæves med kursiv)

Samt:

*”Det er væsentligt at være opmærksom på, at de foreslåede regler om virksomhedspant ikke ændrer de gældende regler om tilbageholdsret. Som det fremgår (...) kan der udøves tilbageholdsret i godset til sikkerhed for betaling for den pågældende transport eller oplagring.*

*(...) En transport- eller lagervirksomhed kan med andre ord i samme omfang som i dag nægte at udlevere godset, indtil der sker betaling.”*<sup>115</sup> (Min understregning, idet der i det citerede fremhæves med kursiv)

---

<sup>112</sup> Retsudvalget, samling 2004-05 (2. samling), L 162, spørgsmål 13 af 02/05/2005 og spørgsmål 19 af 08/05/2005.

<sup>113</sup> Retsudvalget, samling 2004-05 (2. samling), L 162, Bilag 10, henvendelse af 01/06/2005 fra HTS og Bilag 16, henvendelse af 08/06/2005 fra HTS.

<sup>114</sup> Retsudvalget, samling 2004-05 (2. samling), L 162, Besvarelse af spørgsmål nr. 13 af 02/06/2005 fra Folketingets Retsudvalg.

<sup>115</sup> Retsudvalget, samling 2004-05 (2. samling), L 162, Besvarelsen af spørgsmål nr. 19 af 08/06/2005 fra Folketingets Retsudvalg.

Af ministerens besvarelser fremgår klart, at hensigten med indførslen af virksomhedspantordningen ikke har været at hindre pantsætters medkontrahenter i at sikre sig ved den ulovfæstede tilbageholdsret. Ministerens formulering ”den pågældende transport eller oplagring” skal formentlig forstås i overensstemmelse med, at domstolene som beskrevet i afsnit 2.2.2.3 har været uvillige til at betragte løbene forretningsforhold som ét samlet hele.

Ministerens besvarelser giver anledning til at undersøge hvordan, tilbageholdsretten behandles i retspraksis efter virksomhedspantets indførsel.

### 2.3.2 Tilbageholdsrettens virkning mod tredjemand før virksomhedspantets indførsel

#### 2.3.2.1 U 1982.1184 V

##### Faktum

En sælger S havde solgt en bil til køberen K med ejendomsforbehold. Køberen havde herefter, uden S var vidende herom, ladet bilen reparere hos en reparatør R for et betydeligt beløb. S var ved salgstidspunktet bekendt med, at bilen skulle gennemgå massiv service for at kunne indregistreres, men K berettede, at han ville stå for det selv, og S var derfor ikke klar over, at bilen var sendt til reparatør. Da køberen senere misligholdt aftalen med S, krævede S sig indført i bilen jf. sit ejendomsforbehold. R nægtede at udlevere bilen under henvisning til manglende betaling. Parterne blev enige om at bilen blev udleveret imod sikkerhedsstillelse, og sagen omhandlede herefter, hvorvidt R havde pligt til at frigive indestående på sikringskontoen uden betaling.

##### Begrundelse og resultat

Vestre Landsret lagde for det første vægt på, at R havde været eller burde have været klar over, at bilen var behæftet med restgæld. Derudover henviste retten til syns- og skønsmandens erklæring, hvorefter R's arbejde på bilen ikke antoges at have tilført bilen nogen værdi, samt at reparationen ikke havde været en ”rimelig foranstaltning”<sup>116</sup>.

Dommen viser, at når der søges tilbageholdsret i en genstand, som er behæftet med ældre rettigheder, kræves det, hvis den yngre tilbageholdsret skal få bedre prioritet end ældre ret, at den ydelse, der udøves tilbagehold med henvisning til, faktisk har øget værdien af det tilbageholdte. Angående rettens bemærkning om at foranstaltningen ikke var rimelig, er det uklart om dette blot skyldes, at den tilbageholdte genstand ikke blev tilført nogen værdiforøgelse, eller om retten også

---

<sup>116</sup> UfR 1982, side 1185.

har lagt vægt på, at S, jf. K's bemærkning om selv at ville få bilen i stand, ikke havde nogen forudsætning for at vide, at bilen ville blive sendt til reparatør.

#### [2.3.2.2 U 1990.407 V](#)

##### Faktum

A havde udlejet en traktor til B, og B havde senere indleveret traktoren til reparation hos C. A ophævede lejekontrakten grundet B's misligholdelse, men C nægtede at udlevere traktoren uden modtagelse af betaling for reparationsarbejdet.

##### Begrundelse og resultat

Landsretten udtalte:

*”Det lægges til grund, at kærende [C] ikke kendte eller burde have kendt til lejeforholdet, (...) at den af kærende [C] udførte reparation er foretaget efter begæring af [B], der da havde traktoren i lovlig besiddelse, og at reparationen (...) har medført en forbedring af traktoren.*

*Herefter og da der ikke er grundlag for at antage, at reparationen ikke har været en rimelig eller forsvarlig foranstaltning, findes kærende [C] også i forhold til indkærede, [A], at kunne udøve tilbageholdsret over den pågældende traktor.”<sup>117</sup> (Min indførsel af A og C)*

Igen lægges der vægt på, at den ydelse, som tilbageholderen har ydet, var forsvarlig og rimelig, og at den har tilført den tilbageholdte genstand værdi. Med formuleringen ”lovlig besiddelse” henvises der formentligt til besiddelseskriteriet for udøvelse af tilbageholdsret som beskrevet under 2.2.2.2.

#### [2.3.2.3 U 2002.1312 V](#)

##### Faktum

A leasede en lastvogn til B. B indleverede senere lastvognen til reparation hos C, men inden lastvognen blev afhentet, gik B i betalingsstandsning. C nægtede at udlevere lastvognen til A. A og C blev efterfølgende enige om, at lastvognen blev udleveret imod sikkerhedsstillelse, og sagen omhandlede herefter hvorvidt C havde krav på det til sikkerhed deponerede beløb. Parterne var enige om at ligge til grund, at lastvognen havde en værdi på 150.000 kr., at prisen for reparationen var rimelig samt at reparationen forøgede lastvognens værdi med 45.000 kr. Det af C krævede beløb var på godt 92.000 kr. Parterne var i øvrigt enige om, at reparationen blev udført i god tro om ejerforholdet.

---

<sup>117</sup> UfR 1990, side 408.

### Begrundelse og resultat

Byretten slog først fast, at den foretagne reparation var forsvarlig og rimelig. Byretten udtalte derudover:

*”Der er imidlertid ikke tilstrækkeligt grundlag for at fastslå, at sagsøgeren [C] i kraft af den livligt etablerede tilbageholdelse af bilen kan kræve et større beløb (...) end svarende til den værdiforøgelse, som reparationen har medført.”*<sup>118</sup> (Min indførsel af C)

Herefter kunne C kun kræve sig betalt med et beløb op til den værdiforøgelse, han havde tilført lastvognen i praksis 45.000 kr. samt renter. Vestre Landsret tiltrådte begrundelsen og stadfæstede byretten afgørelse.

Af dommens præmisser fremgår, at selv hvis en ydelse har været forsvarlig og rimelig og har tilført den tilbageholdte genstand værdi, kan tilbageholderen ikke over for tredjemand tilbageholde genstande på baggrund af et betalingskrav, der overstiger den værdi, som ydelsen har tilført den tilbageholdte genstand.

#### *2.3.2.4 Sammenfatning*

Fælles for de gennemgåede domme er, domstolene lagde vægt på rimeligheden af den udførte ydelse samt den værdi, som den tilbageholdte genstand via ydelsen fik tilført.

Af dommenes begrundelser fremgår det ikke præcist, hvorfor de pågældende ydelser blev betragtet som værende rimelige, men bedømmelsen skal formentlig ses som en slags ”sikkerhedsventil”, der forhindrer, at der kan udøves tilbageholdsret for krav, der ganske vist har tilført den tilbageholdte genstand betydelig værdi, men hvor værditilførslen ikke har været i tredjemandens interesse. Dette kan eksempelvis være, hvis lejer af en bil for egen regning får installeret betydeligt ekstraudstyr i bilen men bliver insolvent inden installatøren får betaling. I konflikten mellem installatøren og biludlejer kan installatøren næppe udøve tilbageholdsret ud fra en betragtning om tilføjet værdi. Det nye udstyr har utvivlsomt øget bilens værdi, men det er tvivlsomt om biludlejer selv ville have fået bilen opgraderet.

Dommenes bemærkninger om serviceyderens gode tro skyldes, at dommene omhandler ejendomsforbehold og ejendomsret og ikke rettigheder, der er tinglyst. Der er således tale om ekstinktionsbetragtninger<sup>119</sup>, der ikke behandles nærmere her.

---

<sup>118</sup> UfR 2002, side 1313.

<sup>119</sup> Iversen, Kristensen og Madsen, 2015, side 474 samt Mortensen, 2009, side 198-200.

### 2.3.3 Tilbageholdsrettens virkning mod virksomhedspanthaver

#### 2.3.3.1 U 2014.1458 H

##### Faktum

Sagen omhandlede selskaberne A, B og banken C. A og B havde siden 2003 haft et samarbejde, hvor A stod for transport, håndtering og opbevaring af varer for B. B importerede varerne fra Østen og videresolgte dem. C tinglyste den 24. juli 2008 et virksomhedspant i B's varelager, og da B i 2008 gik konkurs opstod der tvist mellem A og C om, hvem der havde rettighed over varelageret. Da en betydelig del af varelagerets værdi var i modebetonede produkter, indgik parterne en deponeringsaftale, så varelageret kunne blive solgt inden tvistens afgørelse. Spørgsmålet var herefter, hvem af parterne der havde ret til de godt 3,5 mio. kr., der indestod på deponeringskontoen.

##### Håndpant kontra virksomhedspant

I dommens præmisser starter Højesteret med at slå fast, at A havde håndpant med prioritet over for C's virksomhedspant for den del af varelageret, som B havde erhvervet forud for virksomhedspantets tinglysning, og hvor de fragtfirmaer, der stod for fragten på vegne af A, havde fået varerne i deres besiddelse inden tinglysningen. Omvendt havde C's virksomhedspant prioritet over A's håndpant for den del af varelageret, som først var kommet i fragtfirmaernes besiddelse efter datoen for tinglysningen. Spørgsmålet var dernæst, om virksomhedspantet var til hinder for, at A udøvede tilbageholdsret for denne del af varelageret.

##### Virksomhedspant kontra tilbageholdsret

Retten understreger først, at sagen omhandler to rettigheder, der begge er flydende, idet både virksomhedspantet og tilbageholdsretten i dette tilfælde retter sig imod det til enhver tid eksisterende varelager. Retten slår også fast, at tilbageholdsretten som udgangspunkt "skal respektere ældre rettigheder"<sup>120</sup> men åbner op for, at den i nogen tilfælde kan gå forud for ældre rettigheder afhængigt af kravets karakter.

I dommen lægges det desuden til grund, at det var A, der stod for plukningen af varerne fra lageret, når de skulle fra lageret til B's kunder, at der var tale om et løbende samarbejde mellem A og B ved en samlet løsning af B's fragt- og lagerbehov, og at også afregningen skete løbende. Retten understreger herefter at:

---

<sup>120</sup> UfR 2014, side 1470.

*”(...) den samlede opgaveløsning, som [A] har leveret som led i samarbejdet med [B], er udtryk for en rimelig, forretningsmæssigt begrundet ordning.*

*Det må lægges til grund, at [A] ved at løse disse opgaver har øget eller bevaret varernes værdi, hvilket også har været i [C's] interesse som virksomhedspanthaver.”<sup>121</sup> (Min rettelse til hhv. A, B og C).*

Samt at:

*”Under omstændigheder som de anførte (...) finder Højesteret, at der foreligger en sådan sammenhæng mellem [A's] samlede tilgodehavende og [A's] besiddelse af varerne, at der tilkommer selskabet tilbageholdsret i hele varelageret, uanset at de krav, der udøves tilbageholdsret for, ikke kan henføres til bestemte varer.”<sup>122</sup> (Min rettelse til hhv. A, B og C).*

Retten tager også stilling til det forhold, at A fortsatte med at foretage vareudlevering på trods af forsinkede betalinger fra B. Retten konkluderer her, at i hvert fald i dette tilfælde hvor varelagerets værdi i hele perioden var ”væsentligt større”<sup>123</sup> end udeståendet, medførte A's fortsatte udlevering af varer ikke, at B mistede tilbageholdsretten.

Sidst fastslår retten uden uddybende begrundelse, at det er uden betydning, at A ikke har foretaget udlæg. Herefter tages A's påstand til følge, og A frifindes fra C's påstand.

#### Forretningsmæssigt begrundet

Af dommens præmisser ses, at Højesteret anerkender, at det grundlæggende tingsretlige princip om først i tid bedst i ret (prior tempore potior jure)<sup>124</sup> stadig er gyldigt, men at princippet også kan fraviges, når særlige forhold taler for det. Spørgsmålet er herefter, hvad sådanne forhold indebærer. Retten lægger vægt på, at A's arbejde har øget eller bevaret pantets værdi, og at dette har været i virksomhedspanthavers interesse. Det påpeges i den forbindelse, at den samlede opgaveløsning har været rimelig og forretningsmæssigt begrundet, men af ordlyden er det uklart, om dette indgår som moment i vurderingen af, om opgaveløsningen har været i virksomhedspanthavers interesse.

Man kan forestille sig den situation, hvor den konkurstruede ønsker at begunstige en af sine loyale samarbejdspartnere på bekostning af øvrige kreditorer. Hvis samarbejdspartneren er en lager- og

---

<sup>121</sup> UfR 2014, side 1470.

<sup>122</sup> UfR 2014, side 1470.

<sup>123</sup> UfR 2014, side 1471.

<sup>124</sup> Se Mortensen, 2009, side 129-131 for en kort præsentation af princippet.



fragtvirksomhed, ville den konkurstruede kunne overføre midler til denne ved f.eks. at købe yderligere lagerplads på trods af faldende omsætning. I hvert fald hvor et sådant tilkøbt ikke søger et forretningsmæssigt eller prisværdigt formål, ville det virke underligt, hvis fragt- og lagervirksomheden kunne udvide størrelsen af det krav, der dannede grundlaget for tilbageholdsretten til også at omfatte prisen for tilkøbet af yderligere, ikke-anvendt lagerplads. En sådan udvidelse af det tilbageholdsberettigede beløb ville ske på bekostning af virksomhedspanthaver, hvorfor kravet om rimelig og forretningsmæssig begrundelse kan ses som en sikkerhedsventil for at forhindre urimelige afgørelser. Betragtningen stemmer overens med det generhvervelsesprincip, som fremgår af bemærkningerne i Folketingstidende 2004-05 (2. samling) Tillæg A, side 7360-7443, se afsnit 2.1.2.1.

I sin behandling af om de af A løste opgaver var forretningsmæssigt begrundede anvender Højesteret samme ordlyd, som anvendes i forarbejderne til lovforslaget om indførelse af virksomhedspant, se afsnit 2.1.2.1. Retten valgte netop denne ordlyd i stedet for blot at bruge tidligere afgørelses beskrivelse af ydelsen som forsvarlig og rimelig. Ordvalget taler for, at retten i sin vurdering har inddraget de betingelser for udskillelse, der følger af TL § 47 c, stk. 1, og at udøvelsen af tilbageholdsret mod aktiver omfattet af gyldigt tinglyst virksomhedspant dermed kræver, at tilbageholderens fordring mod pantsætteren er opstået som led i regelmæssig drift. Det ville da også være betænksomt, hvis udskillelse ved salg kun kunne ske ifølge regelmæssig drift, men at en serviceyder omvendt kunne udøve tilbageholdsret overfor pantthaveren (og dermed de facto udskille aktiverne fra virksomhedspantmassen indtil præstation foreligger) med henvisning til salg af ydelser, der falder helt uden for pantsætningsvirksomhedens regelmæssige drift.

Imod denne betragtning kan fremføres justitsministerens besvarelse af Folketingets Retsudvalgs spørgsmål 13 af 02/05/2005 og spørgsmål 19 af 08/05/2005, hvor ministeren anførte, at indførelsen af virksomhedspant ikke vil hindre de hidtidige regler for udøvelsen af ulovfæstet tilbageholdsret. Henses til, at forarbejderne til TL § 47 c understreger, at bedømmelsen af regelmæssig drift er en konkret vurdering, og at tidligere domme henviser til forsvarlighed og rimelighed, der også er udtryk for en konkret vurdering, synes en sådan indvending dog uberettiget.

### Konneksitet

Rettens vurdering af sammenhængen mellem A's besiddelse af varerne og samlede tilgodehavender viser, at der skal være konneksitet mellem de(n) tilbageholdte genstand(e) og den fordring, der tilbageholdes på baggrund af. Dette følger den hidtidige betingelse om konneksitet ved udøvelse af tilbageholdsret, se afsnit 2.2.2.3.

Retten bryder dog med den almindelige konneksitetsbedømmelse, idet retten vælger at betragte det løbende mellemværende mellem A og B som ét samlet hele. Højesterets ordvalg ”under omstændigheder som de anførte”<sup>125</sup> må fortolkes således, at resultatet beror på en helt konkret vurdering af sagens specifikke faktum. Derfor skal afgørelsen på dette punkt næppe tillægges præjudikatsværdi i efterfølgende sager. Hovedreglen må stadig være, at der i løbende mellemværende ikke statueres konneksitet i forhold til fordringer, der er opstået forud for besiddelsen af den tilbageholdte genstand, men at udgangspunktet undtagelsesvist og ud fra en konkret vurdering kan tilsidesættes.

#### Fortabelse af tilbageholdsretten

I sin stillingtagen til, hvorvidt A har mistet sin tilbageholdsret ved at fortsætte leveringen af ydelser efter B's betalingsvanskeligheder, følger det af rettens formulering, at tilbageholdsretten *kan* fortabes i nogle situationer, hvor tilbageholdsrettighedshaveren har forsat med at levere trods manglende betaling, men at det i hvert fald må kræve, at fordringen mod skyldneren overstiger den tilbageholdte genstands værdi.

#### Betingelser udledt af dommen

Af dommen kan udledes, at det *er* muligt at statuere konneksitet ud fra en helhedsbetragtning ved løbende mellemværender. Dommens præmisser er dog ganske konkret formulerede i relation hertil, hvorfor dommen på dette område næppe skal tillægges generel præjudikatsværdi.

Rettens vurdering af, om de af A udførte opgaver, er udtryk for regelmæssig drift, her nærmere bestemt som forretningsmæssigt begrundet, kan formentlig rummes i den allerede eksisterende betingelse om forsvarlighed og rimelighed. I den forstand er dommen ikke udtryk for et brud med tidligere praksis, men blot en præcisering af, at den konkrete vurdering, når tilbageholdsretten søges udøvet mod aktiver omfattet af tinglyst virksomhedspant, skal tage udgangspunkt i bedømmelse af, om der foreligger regelmæssig drift.

Foruden ovenstående følger afgørelsen de betingelser for udøvelse af tilbageholdsret, der er gennemgået i de forrige afsnit.

#### 2.4 Juridisk delkonklusion

Når et i henhold til tinglysningsloven gyldigt stiftet virksomhedspant og den ulovfæstede tilbageholdsret rettes mod samme aktiv, er udgangspunktet i dansk ret stadig prior tempore potior

---

<sup>125</sup> UfR 2014, side 1470.

jure. Rettigheder over en genstand skal som udgangspunkt respektere ældre rettigheder over samme genstand. Hverken af ordlyden af TL § 47 c, forarbejderne til lovforslag nr. 162 af 27/04/2005 eller af retspraksis, jf. U 2014.1458 H, er der grundlag for at ændre dette udgangspunkt i tilfælde med virksomhedspant.

I overensstemmelse med tidligere retspraksis forud for indførslen af virksomhedspant kan yngre rettigheder, herunder den ulovfæstede tilbageholdsret, i *særlige* tilfælde få bedre ret en ældre, gyldigt stiftede rettigheder.

For det første skal den yngre rettighed være gyldigt stiftet. Før den ulovfæstede tilbageholdsret kan udøves, skal betingelserne om 1) fordringens beståen og betalingsmodenhed, 2) besiddelse af den tilbageholdte genstand, og 3) konneksitet mellem besiddelsen af genstanden og den fordring, der udøves tilbageholdsret med henvisning til herunder tidspunktet for besiddelsen, være opfyldt.

Herudover må tilbageholdelsen ikke medfører et urimeligt pres. I bedømmelsen heraf indgår både det krævede beløbs størrelse samt tilbageholdelsens eventuelle hindring af, at den, der tilbageholdes overfor, kan opfylde sine lovfæstede forpligtigelser.

For det andet skal den yngre rettighed være rimelig og forsvarlig, og den af tilbageholderen udførte ydelse skal have tilført den tilbageholdte genstand værdi.

Dommen U 2014.1458 H viser, at i bedømmelsen af konneksitetsbetingelsen for udøvelsen ulovfæstet tilbageholdsret kan der, hvis de konkrete omstændigheder taler derfor, statueres konneksitet i løbende mellemværender sådan, at hele mellemværendet betragtes som ét samlet hele. Da præmisserne er konkret formuleret, kan afgørelse ikke ses som en generel ændring af udgangspunktet om, at der ikke kan tilbageholdes genstande, hvis besiddelsen er opstået efter den fordring, der tilbageholdes med henvisning til, er forfalden.

I tvisten mellem virksomhedspant, der er gyldigt stiftet efter tinglysningsloven, og den ulovfæstede tilbageholdsret skal der i vurderingen af, om ydelsen har været rimelig og forsvarlig indgå en bedømmelse af, om ydelsen har været udtryk for regelmæssig drift efter § 47 c, stk. 1, herunder om pantsætters køb af ydelsen har været forretningsmæssigt begrundet.

På baggrund af den juridiske analyse konkluderes det, at udøveren af den ulovfæstede tilbageholdsret kan få bedre ret over et aktiv end indehaveren af et ældre og efter tinglysningsloven gyldigt stiftet virksomhedspant, hvis 1) fordringen der ønskes præsteret består, 2) tilbageholderen er i besiddelse af aktivet, 3) der er konneksitet mellem besiddelsen og fordringen, 4) tilbageholdelsen ikke medfører et urimeligt pres, 5) det arbejde, som tilbageholderens fordring udspringer af, har

tilført det tilbageholdte værdi, 6) den af tilbageholderen udførte ydelse har været rimelig og forsvarlig og 7) ydelsen er sket ifølge regelmæssig drift efter TL § 47 c, stk. 1.

Afgørelsen af om særligt punkt 3), 4), 6 og 7 er opfyldt vil bero på en konkret vurdering af den enkelte sags faktiske forhold.

Tilbageholderen vil ikke kunne kræve betaling af et beløb, der overstiger den værditilførsel, som tilbageholderen gennem sin ydelse, hvoraf fordringen udspringer, har tilført det tilbageholdte aktiv.

## Kapitel 3 – Økonomisk analyse

I den økonomiske analyser opstilles en række fiktive virksomheder, der efterfølgende værdiansættes. Efter den første værdiansættelse er gennemført, ændres antagelsen om den forventede volatilitet på virksomhedernes aktiver, hvorefter virksomhederne værdiansættes igen. På baggrund heraf undersøges, hvordan ændring af den forventede volatilitet på virksomhedens aktiver påvirker virksomhedernes værdiansættelse. Sidst opstilles et fiktivt bankselskab til anvendelse i den integrerede analyse.

### 3.1 Opsætning af fiktive regnskaber

Regnskaberne opstilles således, at de repræsenterer forskellige typer af virksomheder.

Regnskaberne opstilles med udgangspunkt i den udvidede DuPont-model, en budgetperiode på 6 år og en terminalperiode, der starter i år 7. Opsætningen følger i store træk den fremgangsmåde, som Sørensen (2012)<sup>126</sup> beskriver. Beregningen af selskabets lånerente efter skat afviger dog fra fremgangsmåden i Sørensen (2012), idet lånerenten bestemmes ud fra volatiliteten på selskabets aktiver. Der udarbejdes ingen pengestrømsopgørelse, da denne ikke er relevant for værdiansættelse via RI-modellen. Selskaberne værdiansættes af to omgange svarende til før og efter en stigning i den forventede volatilitet på selskabets aktiver.

Det antages, at alle virksomhederne er virksomheder med begrænset hæftelse. For simpelhedens skyld skelnes der ikke mellem gæld med kort løbetid og gæld med lang løbetid – virksomhederne antages, at finansierer deres gæld med erhvervsobligationer med én løbetid.

#### 3.1.1 Inputs

Selskaberne defineres ved følgende inputs, der er selskabsspecifikke:

---

<sup>126</sup> Sørensen, 2012, side 49-56 og 255-261.

### Nettoomsætningen i år 0

Denne fastsættes skønsmæssigt baseret på, hvilke type virksomhed det givne regnskab skal repræsentere.

### Virksomhedens årlige salgsvækst

Denne fastsættes også skønsmæssigt afhængigt af selskabstypen. Da terminalperioden beskriver forventningen til selskabet i al fremtid, vil en årlig salgsvækst i terminalperioden, der overstiger væksten i økonomien betyde, at det antages, at selskabet over tid vil overtage hele økonomien<sup>127</sup>. Da det forekommer som et usandsynligt scenarie, sættes salgsvækstraten sådan, at den i terminalperioden er lig med den forventede vækst i økonomien. Bemærk at der heri ligger 2 antagelser: For det første at selskabet i terminalperioden beholder sin størrelse relativt til økonomien i al evighed. Dette er næppe en realistisk antagelse, men udtrykker snarere en slags bedste gæt i tilfælde, hvor særlige omstændigheder ved selskabet ikke giver anledning til at antage andet.<sup>128</sup> For det andet at økonomiens vækstrate er kendt. I denne afhandling anvendes væksten i Danmarks BNP som proxy herfor. I 2018 var vækstraten i det danske BNP ca. 1,5 %<sup>129</sup>.

### Virksomhedens overskudsgrad (OG) og omsætningshastighed (AOH)

OG anvendes til at estimere den fremtidige nettoomsætning. AOH Anvendes til at estimere NDA. I praksis vil virksomheder ofte være nødsaget til at fokusere på enten OG eller AOH alt efter hvilken type virksomhed, der er tale om. Kapitaltunge virksomheder vil ofte være nødsaget til at fokusere på høj overskudsgrad for at tiltrække nok kapital. Den høje overskudsgrad kan dog opretholdes grundet store adgangsbarriere, der holder konkurrenter ude. Omvendt vil virksomheder med lave kapitalbehov fokusere på høj omsætningshastighed og omkostningsminimering, idet adgangsbarriererne for konkurrenter er mindre.<sup>130</sup>

### Virksomhedens belåningsgrad (FGEAR)

Defineres som under 1.5.4.2.

### Virksomhedens beta-værdi $\beta$

Bestemmes skønsmæssigt baseret på selskabstypen, se i øvrigt 1.5.4.4.

---

<sup>127</sup> Sørensen, 2012, side 253-254.

<sup>128</sup> Sørensen, 2012, side 254.

<sup>129</sup> Nørtoft, Magnus, 2019, Faktaark om dansk økonomi, *Danmarks statistik*. Hentet d. 31-03-2020 fra: <https://www.dst.dk/da/Statistik/bagtal/2019/2019-03-29-faktaark-om-dansk-oekonomi>.

<sup>130</sup> Sørensen, 2012, side 216-220.

### Volatiliteten på selskabets aktiver $\sigma$

Bestemmes skønsmæssigt baseret på virksomhedstypen.

Hertil kommer fire inputs, der er ens for samtlige virksomheder:

### Gældens løbetid i år

For nemhedens skyld fastsættes gældens løbetid til 10 år, da den 10-årige statsobligation anvendes som proxy for den risikofrie rente.

### Den risikofrie rente i løbetiden

Den 18-03-2020 blev der udstedt statsobligationer med løb til 2029 og effektiv rente på -0,17 %<sup>131</sup>. Denne rente anvendes som proxy for den risikofrie rente.

### Markedspræmien

Ifølge Nasdaq er det danske Cap20 indeks steget fra kurs 477,75 DKK den 30-03-2012 til 1141,07 DKK den. 30-03-2020<sup>132</sup>. Dette er en stigning på ca. 239 % på 8 år eller ca. 11,5 % pr. år. Da markedspræmien udgør det samlede markedsafkast fratrukket periodens risikofrie rente<sup>133</sup> skønnes markedspræmien til 10 %. Implicit heri ligger, at det danske CAP20 indeks anvendes som en proxy for markedsporteføljen, se 1.5.4.4 for en gennemgang af problemerne hermed.

### Selskabsskatten

Selskabsskatten sættes til 22 % på linje med Selskabsskattelovens § 17, stk. 1.

#### 3.1.2 Forholdet mellem Beta-værdi, belåningsgrad og aktivernes volatilitet

Et problem opstår, når både beta, belåningsgrad og aktivernes volatilitet indgår som uafhængige inputs. Som nævnt beskriver beta-værdien et finansielt aktivs afkasts samvarians med markedsporteføljen. Spørgsmålet er, om denne samvarians bliver påvirket af virksomhedens kapitalstruktur?

Antages en virksomhed, der er finansieret helt med egenkapital og har en betaværdi på 1, så selskabets afkast varierer helt med afkastet fra markedsporteføljen. Hvis virksomheden omstruktureres, og herefter finansieres 50 % med egenkapital og 50 % med gæld, må det forventes

---

<sup>131</sup> Danmarks Nationalbank, 2020, Resultat af auktioner over statsobligationer 2020, hentet d. 31-03-2020 fra <http://www.nationalbanken.dk/da/statsgaeld/Auktionerogudstedelser/Sider/Auktionsresultater---Statsobligationer.aspx>.

<sup>132</sup> Nasdaqs historiske prisinformation for OMXC20CAP, hentet d. 31-03-2020 fra [http://www.nasdaqomxnordic.com/indexes/historical\\_prices?Instrument=DK0060368991](http://www.nasdaqomxnordic.com/indexes/historical_prices?Instrument=DK0060368991)

<sup>133</sup> Sørensen, 2012, side 44.

at påvirke virksomhedens beta-værdi. Dette skyldes, at virksomhedens ejere nu kun har halvt så meget kapital bundet i selskabet. Med en samlet værdi på 100 og et afdragsfrit lån med lånerente på 2 % kan situationen illustreres således:

År	Afkast til ejerne, 100 % EK	Markedsafkast	Afkast til ejerne, 50 % EK og 50 % gæld
1	10%	10%	19%
2	0%	0%	-1%
3	5%	5%	9%
4	-5%	-5%	-11%
5	15%	15%	29%
<b>Beta-værdi</b>	<b>1,00</b>		<b>2,00</b>

Figur 1

Gældsfinansieringen øger således afkastet til ejerne, når markedsafkastet er positivt. Omvendt øges tabet ved negativt markedsafkast også. En forøgelse af belåningsgraden bevirker således, at virksomhedens beta-værdi stiger. Det bemærkes, at der er tale om en stigning i beta-værdiens numeriske værdi. Betragtes samme virksomhed som ovenfor dog med negativ beta-værdi, fås en lavere beta-værdi ved øget belåningsgrad, men den *numeriske* beta-værdi vil øges:

År	Afkast til ejerne, 100 % EK	Markedsafkast	Afkast til ejerne, 50 % EK og 50 % gæld
1	-10%	10%	-21%
2	0%	0%	-1%
3	-5%	5%	-11%
4	5%	-5%	9%
5	-15%	15%	-31%
<b>Beta-værdi</b>	<b>-1,00</b>		<b>-2,00</b>

Figur 2

Alt andet lige vil en virksomhed med høj belåningsgrad have en højere beta-værdi.

Det må forventes, at der findes et samspil mellem virksomhedens belåningsgrad og volatiliteten på virksomhedens aktiver. Hvis virksomheden ikke kan betale sine gældsforpligtigelser, når de forfalder, er det netop virksomhedens aktiver, som kreditorerne kan overtage for at få dækket deres tab. Hvis værdien af virksomhedens aktiver varierer meget over tid, vil potentielle kreditorer

betrakte virksomheden som en mere risikobetonet debitor, hvilket vil føre til, at virksomheden skal betale en højere rente for at optage lån. Hvor høj renten bliver, kan bestemmes via Mertons optionsmodel. Med en løbetid på 10 år, en risikofri rente på 1 % og aktiver for 100 mio. kr. bestemmes renten på et lån på 25 mio. kr. til:

$$G = \frac{25 * e^{-0,01 * 10}}{100} = 0,2262 \quad , \quad d_1 = \frac{\frac{0,3^2 * 10}{2} - \ln(0,2262)}{0,3 * \sqrt{10}} = 1,0924 \quad , \quad d_2 = \frac{\frac{0,3^2 * 10}{2} + \ln(0,2262)}{0,3 * \sqrt{10}} = -2,0411$$

$$R_t - n_t = -\frac{1}{10} * \ln\left(\frac{1}{0,3} * N(1,0924) + N(-2,0411)\right) = 0,0047 = 0,47\%$$

Afkastkravet for lånet er således  $0,47\% + 1\% = 1,47\%$ , når volatiliteten på aktiverne er 30 %.

Fordobles volatiliteten til 60 % fås ved samme fremgangsmåde  $4,81\% + 1\% = 5,81\%$ .

Den øgede rente vil have betydning for virksomhedens belåningsgrad. Rationelle virksomhedsejere vil øge virksomhedens gældsfinansiering i det omfang, det maksimere virksomhedens afkast til ejerne. Som det fremgår af RI-modellen under 1.6.4.1, tilbagediskonteres virksomhedens fremtidige driftsoverskud med  $r_{wacc}$ . Undersøges udtrykket for nutidsværdien af RIDO i budgetperioden observeres at:

$$\frac{RIDO_t}{(1+r_{wacc})^t} \rightarrow RIDO_t \quad for \quad r_{wacc} \rightarrow 0 \quad , \quad \frac{RIDO_t}{(1+r_{wacc})^t} \rightarrow \infty \quad for \quad r_{wacc} \rightarrow -1$$

I budgetperioden svarer en minimering af  $r_{wacc}$  således til en optimering af overskuddet, forudsat overskuddet har positivt fortegn. Betragtes herefter nutidsværdien i terminalperioden observeres at:

$$\frac{RIDO_{T+1}}{(r_{wacc} - g)(1 + r_{wacc})^T} = \frac{RIDO_{T+1}}{(1 + g)^T} \quad når \quad r_{wacc} = g$$

Det bemærkes, at  $r_{wacc}$  i terminalperioden ikke kan være mindre end  $g$ .

Terminalperioden beskriver forventningen til virksomheden i al fremtid. Hvis virksomheden har positivt driftsoverskud men kapitalomkostninger, der er lavere end virksomhedens vækstrate, vil investorer forsøge at købe virksomhedens ejerkapital. Dette vil drive prisen på virksomhedens egenkapital og dermed  $r_{wacc}$  op:

$$r_{wacc} = \frac{V_0^E}{V_0^{EV}} * r_e + \frac{V_0^{NFF}}{V_0^{EV}} * r_g \rightarrow \infty \quad for \quad V_0^E \rightarrow \infty \quad , \quad når \quad r_e > r_g$$

Under antagelse af efficiente finansielle markeder må en virksomheds kapitalomkostninger i terminalperioden derfor være mindst lig virksomhedens vækstrate. Kravet om  $r_e > r_g$  vil i praksis oftest være opfyldt, idet risikoen på en virksomheds gæld normalt er lavere end risikoen på



virksomhedens egenkapital, bl.a. fordi virksomhedens kreditorer i tilfælde af virksomhedens konkurs stilles bedre end virksomhedens kapitalejere.<sup>134</sup>

Af udtrykket for  $r_{wacc}$  ses omvendt at:

$$r_{wacc} = \frac{V_0^E}{V_0^{EV}} * r_e + \frac{V_0^{NFF}}{V_0^{EV}} * r_g \rightarrow 0 \quad for \quad V_0^{NFF} \rightarrow \infty, \quad når \quad r_e > r_g$$

Heraf fremgår, at virksomhedens ejere kan øge deres afkast ved at finansiere en stadig større andel af virksomheden med gæld. Betragtning er dog forsimplet. For det første kræver det, at renten for gælden forbliver konstant uafhængigt af belåningsgraden. Kriteriet kan testes ved Mertons optionsmodel. Der anvendes samme regneeksempel som ovenfor, men denne gang ændres lånets størrelse fra 25 mio. kr. til 50 mio. kr. og aktivernes volatilitet holdes konstant:

$$G = \frac{50 * e^{-0,01*10}}{100} = 0,4524$$

Risikopræmien bliver da 1,61 % mod blot 0,47 % før fordoblingen af lånet. Som illustreret i figur 1 og 2 vil virksomhedens beta-værdi også øges, når belåningsgraden stiger, hvilket igen påvirker  $r_e$ . I litteraturen er problemet med øget gældsfinansiering blevet beskrevet ud fra en skatoptimeringsvinkel. Ideen er, at virksomheden får skattefradrag for rentebetalinger på gæld. Omvendt påtager virksomheden sig også øgede omkostninger, når gælden stige, da virksomheden skal sikre, at de øgede rentebetalinger imødekommes, når de forfalder. Ligeledes vil virksomheden, hvis kreditorerne melder den konkurs, skulle bruge resurser på konkursbehandlingen. Dette leder til teorien om statisk kapitalstruktur (engelsk: The static theory of capital structure), hvor en virksomheds optimale belåningsgrad er en afvejning mellem det øgede skattefradrag og de øgede konkursomkostninger.<sup>135</sup>

Der findes altså en sammenhæng mellem en virksomheds beta-værdi, belåningsgrad og volatiliteten på virksomhedens aktiver. En virksomhed med høj belåningsgrad må forventes at have en højere beta-værdi end en lignende virksomhed i samme branche men med lavere belåningsgrad. På samme måde må en virksomhed med høj volatilitet på sine aktiver forventes at have en lavere belåningsgrad end en virksomhed lav volatilitet på sine aktiver, grundet de højere renteudgifter,

---

<sup>134</sup> De nærmere regler for konkursrækken er et komplekst juridisk område, der varierer mellem de forskellige retssystemer. En nærmere gennemgang heraf falder uden for opgavens økonomiske analyse.

<sup>135</sup> Hillier et al, 2014, side 444-448.

som volatilitet på aktiverne medfører. Disse betragtninger vil der forsøges taget højde for, når regnskaberne for de fiktive virksomheder i næste afsnit opstilles.

### 3.1.3 Opsætning af regnskaber

#### 3.1.3.1 Virksomhedstyper

For nærmere at undersøge hvordan ændring af aktivernes volatilitet påvirker værdiansættelsen af en virksomhed opstilles en række fiktive regnskaber. Der opstilles regnskaber med virksomheder fra 8 forskellige industrier, se bilag 1. Regnskaberne skabes automatisk i excel efter indtastning af de påkrævede inputs, se bilag 2. Inden for hver industri opstilles tre regnskaber, der repræsenterer hver sin virksomhedstype.

#### Stor moden virksomhed

En ældre og veludviklet virksomhed der har været i industrien i mange år og formentligt er markedsleder. Virksomheden har høj omsætning men lav vækstrate, da det har udnyttet de fleste af sine vækstmuligheder. Vækstraten i budgetperioden sættes lig vækstraten i terminalperioden. Virksomheden har lav volatilitet på sine aktiver relativt til sin beta-værdi, da virksomheden har investeret den nødvendige kapital i stordriftsfordele med lang levetid. Derudover har virksomheden bevist, at den kan overleve i industrien gennem flere økonomiske cyklus. Virksomheden har høj OG i kapitaltungeindustrier og høj AOH i konkurrenceprægede industrier.

#### Mellemstor virksomhed i vækst

Virksomheden er yngre end den modne virksomhed, men kan ikke kategoriseres som et start-up. virksomheden har moderat nettoomsætning, men højere vækst i budgetperioden end i terminalperioden, og har højere volatilitet på sine aktiver relativt til beta end den modne virksomhed. Virksomheden har endnu ikke foretaget mulige investeringer i stordriftsfordele, ligesom den ikke i samme grad som den modne virksomhed har bevist, at det kan overleve forskellige markedssituationer. Virksomheden har moderat OG i kapitaltunge industrier og moderat AOH i konkurrenceprægede industrier.

#### Ny virksomhed

En ganske ny virksomhed, måske endda en start-up. Virksomheden har lav nettoomsætning, men meget høj vækstrate i budgetperioden.

Volatiliteten på virksomhedens aktiver er høj relativt til virksomhedens beta, idet virksomheden endnu ikke har investeret i langsigtede stordriftsfordele eller har vist, at den kan overleve forskellige markedsforhold.

Som den eneste af virksomhedstyperne, har den nye virksomhed negativ overskudsrad i budgetperioden og OG og AOH vil generelt være lavere end for de øvrige virksomheder. I industrier med OG-fokus vil AOH dog være højere for de nye virksomheder, da de endnu ikke har foretaget store investeringer, der tvinger AOH ned.

For alle virksomhederne antages, at virksomhedernes eneste aktiver er driftsaktiver.

### *3.1.3.2 Anvendt data*

For at fastsætte virksomhedernes beta-værdier og belåningsgrad anvendes data fra New York University Stern School of Business (NYU Stern). Datasættet er udviklet af Aswath Damodaran, professor i finans ved NYU Stern og indeholder beta-værdier samt lån/egenkapital-ratio for europæiske industrier. Lån/egenkapital-ratioen i datasættet er beregnet ved summen af den samlede gæld for virksomhederne i industrien divideret med summen af markedsværdien for egenkapital af virksomhederne i industrien. Ratioen anvendes som proxy for belåningsgraden (FGEAR) for alle virksomheder i den givne industri. Datasættet indeholder tre beta-værdier: 1) Beta, der er et simpelt gennemsnit af beta-værdierne for alle selskaber i den givne industri, 2) unlevered beta, der er beta-værdien efter effekten af gæld er udtaget, og 3) unlevered beta corrected for cash, der er unlevered beta, hvor effekten af virksomhedernes kontantbeholdninger er udtaget. Det skal bemærkes, at datasættet ser kun på børsnoterede virksomheder.<sup>136</sup>

I analysen anvendes beta-værdi 1) da det antages, at eventuelle kontantbeholdninger er en del af driftsaktiverne, og idet analysen ser på virksomheder med gældsfinansiering.

Til afklaring af om en industri er OG-fokuseret eller AOH-fokuseret, beregnes hhv. OG og AOH for alle industrier angivet i Operating and Net Margins by Industry Sector<sup>137</sup>. Som proxy for OG anvendes industriens net margin, der er givet ved industriens samlede nettoindkomst divideret med

---

<sup>136</sup> Damodaran, Aswath, Levered and Unlevered Betas by Industry, Europe, hentet d. 02-04-2020 fra [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datacurrent.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html).

Damodaran, Aswath, Beta Data: Guide to Spreadsheet, tilgået d. 02-04-2020 fra: <https://www.youtube.com/watch?v=rxmttgceSjg&feature=youtu.be>.

<sup>137</sup> Damodaran, Aswath, Operating and Net Margins by Industry Sector, hentet d. 06-04-2020 fra [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datacurrent.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html).

industriens samlede salg<sup>138</sup>. Ved at se på data over ROC for alle industrier<sup>139</sup> kan AOH bestemmes ved:<sup>140</sup>

$$ROC = ROIC = OG * AOH \leftrightarrow AOH = \frac{ROC}{OG}$$

Fokus på AOH defineres som alle industrier, hvor OG er under 5 %, og det beregnede AOH er over 2. Alle andre industrier antages at være OG-fokuserede. Dette er en forsimplet betragtning, da det inden for nogen industrier kan være mulighed for at konkurrere baseret på et mixed fokus<sup>141</sup>.

Aktivernes volatilitet estimeres baseret på den pågældende industris beta-værdi samt virksomhedstypen:

$$Store: \sigma = \beta_{industri} * 0,2 \quad , \quad Mellem: \sigma = \beta_{industri} * 0,3 \quad , \quad Nye: \sigma = \beta_{industri} * 0,5$$

Satserne er fastsat skønsmæssigt men ud fra den antagelse, at en stor moden virksomhed alt andet lige vil have investeret i stordriftsfordele bl.a. ved anskaffelsen af aktiver med lang løbetid i forhold til mindre virksomheder i samme industri. Ligeledes forventes store modne virksomheder at have lettere ved at anskaffe midler til vedligeholdelse af aktiverne, hvilket igen reducerer volatiliteten af aktivernes værdi. Alternativt kan den lavere volatilitet på aktiverne for store virksomheder ses som udtryk for de store virksomheders bedre mulighed for risikospredning. Ejer virksomheden kontorbygninger i både København og Aarhus, vil den samlede værdi af virksomhedens kontorbygning være mindre afhængig af ejendomspriserne i København, end hvis alle virksomhedens kontorbygninger lå i hovedstaden.

De otte industrier er udvalgt således, at der for er fire OG-fokuserede og fire AOH-fokuserede. Inden for hvert fokus findes en industri med hhv. høj beta-værdi og lav belåningsgrad, høj beta-værdi og høj belåningsgrad, lav beta og lav belåningsgrad og lav beta og høj belåningsgrad. De valgte industrier fremgår her:<sup>142</sup>

<b>Industri</b>	<b>RoC</b>	<b>OG (Proxy: Net Margin)</b>	<b>AOH</b>	<b>Industrielt fokus</b>	<b>Beta</b>	<b>FGEAR</b>
-----------------	------------	-----------------------------------	------------	------------------------------	-------------	--------------

<sup>138</sup> Damodaran, Aswath, Variables used in Data Sets, hentet d. 06-04-2020 fra [http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/variable.htm](http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/variable.htm).

<sup>139</sup> Damodaran, Aswath, EVA and Equity EVA by Industry, hentet d. 06-04-2020 fra [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datacurrent.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html).

<sup>140</sup> Det bemærkes, at ROC blot er en anden betegnelse for ROIC, se f.eks. Damodaran, Aswath, Variables used in Data Sets, hentet d. 06-04-2020 fra [http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/variable.htm](http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/variable.htm).

<sup>141</sup> Sørensen, 2012, side 216-220.

<sup>142</sup> Se Bilag 1 for liste over alle industrier og beregnede AOH.

Advertising	19,63%	5,68%	3,455	OG	0,90	60,35%
Financial Svcs. (Non-bank & Insurance)	0,54%	30,55%	0,018	OG	1,02	573,19%
Chemical (Diversified)	6,33%	11,25%	0,563	OG	1,79	37,61%
Cable TV	5,76%	41,70%	0,138	OG	1,19	200,64%
Aerospace/Defense	14,14%	4,61%	3,064	AOH	1,30	21,96%
Engineering/ Construction	10,48%	2,86%	3,657	AOH	1,13	78,57%
Reinsurance	8,17%	3,67%	2,229	AOH	0,98	23,74%
Food Wholesalers	21,09%	0,57%	36,862	AOH	0,78	574,91%

Figur 3

I budgetperioden sættes OG og AOH således, at en stor moden virksomhed har 120 % af industriens gennemsnitsværdi, en mellem virksomhed har 100 % af industriens gennemsnitsværdi, og en ny virksomhed har 50 % af industriens gennemsnitsværdi. I terminalperioden sættes en stor virksomhed til 120 % af industriens gennemsnit, hvorimod en mellem og en ny virksomhed sættes til 100 % af industriens gennemsnit. Hermed antages også, at en stor moden virksomhed alt andet lige vil have bedre forudsætninger for at skabe afkast på langt sigt end en mellemstor eller ny virksomhed.

Inputs til de fiktive virksomheder er:

Virksomhed	Netto-omsætning	Salgsvækst, budget	OG, budget	OG, terminal	AOH, budget	AOH, terminal	$\sigma$
Advertising, Stort	1000	1,50%	6,82%	6,82%	4,146	4,146	0,180
Advertising, Mellem	100	15,00%	5,68%	5,68%	3,455	3,455	0,270
Advertising, Nyt	10	50,00%	2,84%	5,68%	1,727	3,455	0,450
Financial Svcs. (Non-bank & Insurance)	1000	1,50%		36,67%	0,021	0,021	0,205

Insurance), Stort			36,67%				
Financial Svcs. (Non- bank & Insurance), Mellem	100	15,00%	30,55%	30,55%	0,018	0,018	0,307
Financial Svcs. (Non- bank & Insurance), Nyt	10	50,00%	15,28%	30,55%	0,009	0,018	0,512
Chemical (Diversified), Stort	1000	1,50%	13,50%	13,50%	0,675	0,675	0,359
Chemical (Diversified), Mellem	100	15,00%	11,25%	11,25%	0,563	0,563	0,538
Chemical (Diversified), Nyt	10	50,00%	5,63%	11,25%	0,281	0,563	0,897
Cable TV, Stort	1000	1,50%	50,04%	50,04%	0,166	0,166	0,239
Cable TV, Mellem	100	15,00%	41,70%	41,70%	0,138	0,138	0,358
Cable TV, Nyt	10	50,00%	20,85%	41,70%	0,069	0,138	0,596
Aerospace/D efense, Stort	1000	1,50%	5,54%	5,54%	3,677	3,677	0,261
Aerospace/D efense, Mellem	100	15,00%	4,61%	4,61%	3,064	3,064	0,391

Aerospace/D efense, Nyt	10	50,00%	2,31%	4,61%	1,532	3,064	0,652
Engineering/ Construction , Stort	1000	1,50%	3,44%	3,44%	4,389	4,389	0,227
Engineering/ Construction , Mellem	100	15,00%	2,86%	2,86%	3,657	3,657	0,340
Engineering/ Construction , Nyt	10	50,00%	1,43%	2,86%	1,829	3,657	0,566
Reinsurance, Stort	1000	1,50%	4,40%	4,40%	2,675	2,675	0,197
Reinsurance, Mellem	100	15,00%	3,67%	3,67%	2,229	2,229	0,295
Reinsurance, Nyt	10	50,00%	1,83%	3,67%	1,115	2,229	0,492
Food Wholesalers, Stort	1000	1,50%	0,69%	0,69%	44,234	44,234	0,156
Food Wholesalers, Mellem	100	15,00%	0,57%	0,57%	36,862	36,862	0,234
Food Wholesalers, Nyt	10	50,00%	0,29%	0,57%	18,431	36,862	0,389

Figur 4

## 3.2 Værdiansættelse

Første værdiansættelse beror på ovenstående inputs. I beregningen af den anden værdiansættelse holdes alle inputs på nær aktivernes volatilitet konstante. For at mindske regnebyrden er RI-modellen, beregning af kapitalomkostninger samt Mertons optionsmodel indtastet i et samlet excel-ark sådan, at værdiansættelsen fremkommer automatisk ved indtastning af de krævede inputs. Som illustration gennemgås i det følgende værdiansættelsesprocessen for én af virksomhederne. For beregninger for samtlige virksomheder henvises til bilag 2.

### 3.2.1 Værdiansættelse af Advertising, Stort

Værdiansættelsens første skridt er opstilling af budget- og terminalperioden. Med nettoomsætningen i år 0 og den forventede salgsvækst for år 1 kan den forventede nettoomsætning i år 1 bestemmes:

$$\text{Nettoomsætning}_t = \text{Nettoomsætning}_{t-1} * \text{salgsvækst}_t$$

$$\text{Nettoomsætning}_1 = 1000 * 1,015 = 1015$$

Nettoomsætningen for år 1 beregnes herved til 1015 mio. kr. På samme måde regnes nettoomsætningen for de øvrige år samt for budgetperioden.

Herefter bestemmes driftsoverskuddet efter skat (DO) ud fra nettoomsætningen og overskudsgraden (OG):

$$DO_t = \text{nettoomsætning}_t * OG_t \quad , \quad DO_0 = 1000 * 0,0682 = 68,2$$

Driftsoverskuddet efter skat i år 1 er således 68,2 mio. kr. I værdien for DO bør skatten være udtrukket, hvorfor valget om at bruge net margin i stedet for f.eks. gross margin som proxy for OG, giver mening. Hermed behøves skatten ikke udtrækkes separat. I bilaget regnes EBIT og skatten for fuldstændighedens skyld, men de indgår ikke i værdiansættelsen.

Herefter beregnes Netto driftsaktiver (NDA) ud fra omsætningshastighed AOH og den beregnede nettoomsætning:<sup>143</sup>

$$NDA_{t-1} = \text{nettoomsætning}_t * \frac{1}{AOH_t} \quad , \quad NDA_0 = 1000 * \frac{1}{4,146} = 244,81$$

Virksomhedens netto driftsaktiver er 244,81 mio. kr. Da virksomheden ikke antages at have andre aktiver end driftsaktiver er virksomhedens samlede aktiver dermed 244,81 mio. kr.

---

<sup>143</sup> Sørensen, 2012, side 257.



Når virksomhedens NDA er beregnet, kan netto finansielle forpligtigelser bestemmes ud fra NDA og FGEAR:<sup>144</sup>

$$NFF_{t-1} = \left(1 - \frac{1}{1+FGEAR_t}\right) * NDA_{1-t} \quad , \quad NFF_0 = \left(1 - \frac{1}{1+0,6035}\right) * 244,81 = 92,14$$

Virksomhedens egenkapital udgør blot forskellen mellem NDA og NFF:<sup>145</sup>

$$EK_t = NDA_t - NFF_t \quad , \quad EK_t = 244,81 - 92,14 = 152,67$$

Virksomhedens egenkapital er 152,67 mio. kr. og virksomhedens netto finansielle forpligtigelser er 92,14 mio. kr.

For at beregne virksomhedens låneomkostninger kræves et estimat af den rente, som virksomheden betaler på sin gæld. Hertil anvendes Mertons optionsmodel ved input af virksomhedens aktivmasse, gæld, gældens løbetid, den risikofrie rente for løbetiden, og den forventede årlige volatilitet på aktiverne i løbetiden, se afsnit 1.5.4.5:

$$G = \frac{92,14 * e^{-(-0,017)*10}}{244,81} = 0,383$$

$$d_1 = \frac{\frac{-0,18^2*10}{2} - \ln(0,383)}{0,18*\sqrt{10}} = -1,972 \quad , \quad d_2 = \frac{\frac{-0,18^2*10}{2} + \ln(0,383)}{0,18*\sqrt{10}} = 1,402$$

$$R_t - n_t = -\frac{1}{10} * \ln\left(\frac{1}{0,383} * N(-1,972) + N(1,402)\right) = 0,0017 = 0,17\%$$

Risikopræmien på virksomhedens gæld er således 0,17 % per år. Med en risikofri rente i løbetiden på -0,17 % per år er virksomhedens låneomkostninger før skat 0 %. Med en beskatning på 22 % er virksomhedens gennemsnitlige lånerente efter skat da:

$$(R_t + n_t) * (1 - 0,22) \quad , \quad 0\% * (1 - 0,22) = 0\%$$

Selskabets NFO er således 0 % om året.

Nettooverskuddet (NO) beregnes ved at trække årets netto finansielle omkostninger efter skat fra driftsoverskud efter skat. Virksomhedens NO i år 0 er dermed 68,2 mio. kr. De budgetterede proformaregnskaber for virksomheden Advertising, Stort fremgår neden for, se desuden bilag 2:

<sup>144</sup> Sørensen, 2012, side 260.

<sup>145</sup> Petersen, Plenborg og Kinserdal, 2017, side 58.

Mio. kr.	år 0	år 1	år 2	år 3	år 4	år 5	år 6	Terminal
<b>Resultatopgørelse</b>								
Nettoomsætning	1000,00	1015,00	1030,23	1045,68	1061,36	1077,28	1093,44	1109,84
Driftsomkostninger før skat	-912,56	-926,25	-940,15	-954,25	-968,56	-983,09	-997,84	-1012,80
EBIT	87,44	88,75	90,08	91,43	92,80	94,19	95,61	97,04
Skat	-19,24	-19,52	-19,82	-20,11	-20,42	-20,72	-21,03	-21,35
Driftsomkostninger inkl. Skat	-931,80	-945,78	-959,96	-974,36	-988,98	-1003,81	-1018,87	-1034,15
Driftsoverskud efter skat (DO)	68,20	69,22	70,26	71,32	72,38	73,47	74,57	75,69
Netto finansielle omk. efter skat (NFO)		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettooverskud (NO)	68,20	69,22	70,26	71,32	72,39	73,47	74,57	75,69
<b>Balance</b>								
Netto driftsaktiver (NDA)	244,81	248,49	252,21	256,00	259,84	263,73	267,69	271,71
Netto finansielle forpligtigelser (NFF)	92,14	93,52	94,92	96,35	97,79	99,26	100,75	102,26
Egenkapital (EK)	152,67	154,97	157,29	159,65	162,04	164,47	166,94	169,45

Figur 5

<b>Værdi-drivere</b>								
Salgsvækst		1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Udvidet dupontmodel								
OG	6,82%	6,82%	6,82%	6,82%	6,82%	6,82%	6,82%	6,82%
AOH		4,146	4,146	4,146	4,146	4,146	4,146	4,146
ROIC		28,28%	28,28%	28,28%	28,28%	28,28%	28,28%	28,28%
Gennemsnitlig lånerente i % efter skat		0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
SPREAD		28,28%	28,28%	28,28%	28,28%	28,28%	28,28%	28,28%
FGEAR		0,6035	0,6035	0,6035	0,6035	0,6035	0,6035	0,6035
ROE		45,34%	45,34%	45,34%	45,34%	45,34%	45,34%	45,34%

Figur 6

Omkostningerne på virksomhedens egenkapital regnes via CAPM ved input af virksomhedens beta-værdi, den risikofrie rente og risikopræmien for markedsporteføljen (her anvendes det danske CAP 20-indeks som proxy, se afsnit 3.1.1).

$$r_e = -0,017 + 0,9(0,1 + 0,017) = 0,0883 = 8,83\%$$

Virksomhedens samlede kapitalomkostninger bliver da:

$$r_{wacc} = 8,83\% * \frac{152,67}{244,81} + 0\% * \frac{92,14}{244,81} = 5,51\%$$

På baggrund af  $r_{wacc}$  kan normaloverskuddet og risidualoverskuddet for virksomheden beregnes:<sup>146</sup>

$$Normaloverskud_t = r_{wacc} * NDA_{t-1} \quad , \quad Normaloverskud_1 = 5,51\% * 244,81 = 13,49$$

$$RIDO_t = DO_t - Normaloverskud_t \quad , \quad RIDO_1 = 69,22 - 13,48 = 55,74$$

Risidualoverskuddet for år 1 er således 55,74 mio. kr.

For at beregne nutidsværdien i budgetperioden tilbagediskonteres RIDO med  $r_{wacc}$ :<sup>147</sup>

$$RIDO_0^{Budget} = \sum_t^T \frac{RIDO_t}{(1 + r_{wacc})^t}$$

$$RIDO_0 = \frac{55,74}{(1+0,0551)^1} + \frac{56,58}{(1+0,0551)^2} + \frac{57,43}{(1+0,0551)^3} + \frac{58,29}{(1+0,0551)^4} + \frac{59,16}{(1+0,0551)^5} + \frac{60,05}{(1+0,0551)^6}$$

$$= 288,38$$

Nutidsværdien af RIDO i terminalperioden beregnes ved:<sup>148</sup>

$$RIDO_0^{Terminal} = \frac{RIDO_{T+1}}{(r_{wacc}-g)(1+r_{wacc})^T} \quad , \quad RIDO_0^{Terminal} = \frac{60,95}{(0,0551-0,015)*(1+0,0551)^T} = 1101,71$$

Virksomhedens værdi for aktionærene kan herefter beregnes ved at summe nutidsværdien af RIDO og  $NDA_0$  og fratække gælden ved år 0:<sup>149</sup>

$$Aktionærværdi_0 = 244,81 + 288,38 + 1101,71 - 92,14 = 1542,76$$

Aktionærværdien af Advertising, Stort er således 1.542,76 mio. kr., når den forventede volatilitet på virksomhedens aktiver er 18 %. Nedenfor ses de beregnede værdier for hele perioden:

Beregning af RIDO	år 1	år 2	år 3	år 4	år 5	år 6	Terminal
Driftsoverskud (DO)	69,22	70,26	71,32	72,38	73,47	74,57	75,69
Normaloverskud ( $r_{wacc} * NDA_{t-1}$ )	13,48	13,68	13,89	14,10	14,31	14,52	14,74
Risidualoverskud fra driften (RIDO)	55,74	56,58	57,43	58,29	59,16	60,05	60,95
RIDO tilbagediskonteret til t=0	52,83	50,83	48,90	47,04	45,25	43,53	1102,84

Figur 7

<sup>146</sup> Sørensen, 2012, side 54.

<sup>147</sup> Sørensen, 2012, side 39 og 54.

<sup>148</sup> Sørensen, 2012, side 39 og 54.

<sup>149</sup> Sørensen, 2012, side 54.

<b>Vurdering af selskabet via RIDO</b>	
Bogført værdi af investeret kapital (NDA_0)	<b>244,81</b>
Nutidsværdi af RIDO i budgetperioden	<b>288,38</b>
Nutidsværdi RIDO i terminalperioden	<b>1102,84</b>
<b>Selskabets værdi</b>	<b>1636,03</b>
Gældens værdi	<b>92,14</b>
<b>Aktionærværdi</b>	<b>1543,90</b>

Figur 8

Eventuelle uoverensstemmelse mellem ovenstående beregninger og de angivne værdier i bilagene skyldes, at excel regner med flere decimaler end gjort i ovenstående eksempler. I analysen er det beregningerne foretaget i excel, der anvendes.

### 3.2.2 Værdiansættelse af samtlige virksomheder

Via fremgangsmåden beskrevet i forrige afsnit og ved anvendelse af data fra afsnit 3.1.3.2 værdiansættes samtlige 24 virksomheder, se bilag 2. For at undersøge effekten af en ændring af aktivernes volatilitet foretages endnu en værdiansættelse, men denne gang forhøjes af aktivernes volatilitet med 10 procentpoint.

<b>Værdiansættelse 1 og 2</b>				
<b>Virksomhed</b>	<b>Værdiansættelse 1</b>	<b>Værdiansættelse 2</b>	<b>Værdistigning</b>	<b>Ændring i %</b>
Advertising, Stort	1544	1450	-94	-6%
Advertising, Mellem	214	192	-22	-10%
Advertising, Nyt	64	53	-11	-17%
Financial Svcs. (Non-bank & Insurance), Stort	-66654	-55295	11359	17%
Financial Svcs. (Non-bank & Insurance), Mellem	-14900	-13228	1672	11%
Financial Svcs. (Non-bank & Insurance), Nyt	-6597	-6282	315	5%
Chemical (Diversified), Stort	453	428	-24	-5%
Chemical (Diversified), Mellem	-50	-54	-4	7%
Chemical (Diversified), Nyt	-100	-101	-1	-1%
Cable TV, Stort	8559	5951	-2608	-30%

Cable TV, Mellem	253	-14	-267	-105%
Cable TV, Nyt	-344	-404	-60	-17%
Aerospace/Defense, Stort	528	523	-5	-1%
Aerospace/Defense, Mellem	55	53	-2	-3%
Aerospace/Defense, Nyt	4	3	-1	-28%
Engineering/Construction, Stort	538	486	-52	-10%
Engineering/Construction, Mellem	53	44	-9	-17%
Engineering/Construction, Nyt	4	0	-3	-93%
Reinsurance, Stort	550	545	-5	-1%
Reinsurance, Mellem	47	46	-1	-3%
Reinsurance, Nyt	9	7	-2	-18%
Food Wholesalers, Stort	1236	403	-833	-67%
Food Wholesalers, Mellem	78	39	-39	-50%
Food Wholesalers, Nyt	13	7	-5	-41%

Figur 9

### 3.3 Analyse af værdiansættelserne

#### 3.3.1 Undersøgelse af $r_{wacc}$ og tilbagediskontering

Af resultaterne fremgår, at næsten alle virksomhederne værdiansættes lavere, når den forventede volatilitet på deres aktiver forhøjes. Dette er forventeligt og skyldes, at virksomheder med aktiver, der er meget volatile, alt andet lige må betale en højere rente på sin gæld, hvilket igen påvirker virksomhedens  $r_{wacc}$ . Højere  $r_{wacc}$  medfører lavere værdiansættelse, da  $r_{wacc}$  anvendes som diskonteringsfaktor ved tilbagediskonteringen af RIDO. Situationen er dog mere kompleks for virksomheder med negativ RIDO. Ved tilbagediskontering bliver RIDO *numerisk* mindre:

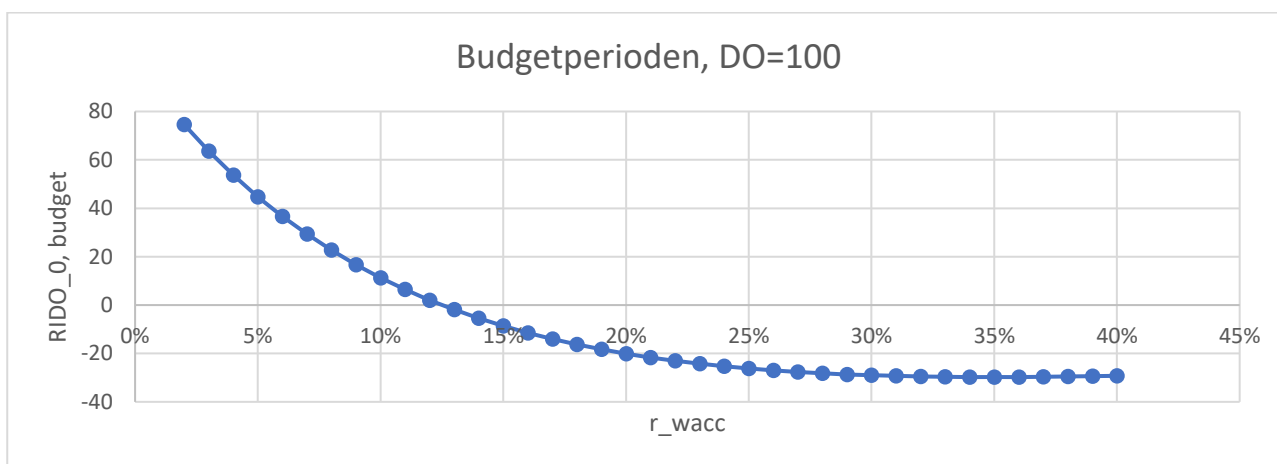
$$\frac{RIDO}{(1 + r_{wacc})^t} \rightarrow 0 \quad \text{for} \quad r_{wacc} \rightarrow \infty$$

Dette gælder uafhængigt af, om RIDO er positivt eller negativt. Da virksomhedens aktionærværdi blot er tilbagediskontering af RIDO, kan en virksomhed med negativt RIDO få en *højere* værdiansættelse, når aktivernes volatilitet øges, idet  $r_{wacc}$  også øges. Om en virksomhed med negativ RIDO faktisk værdiansættes højere eller lavere, når aktivernes volatilitet stiger, afhænger af

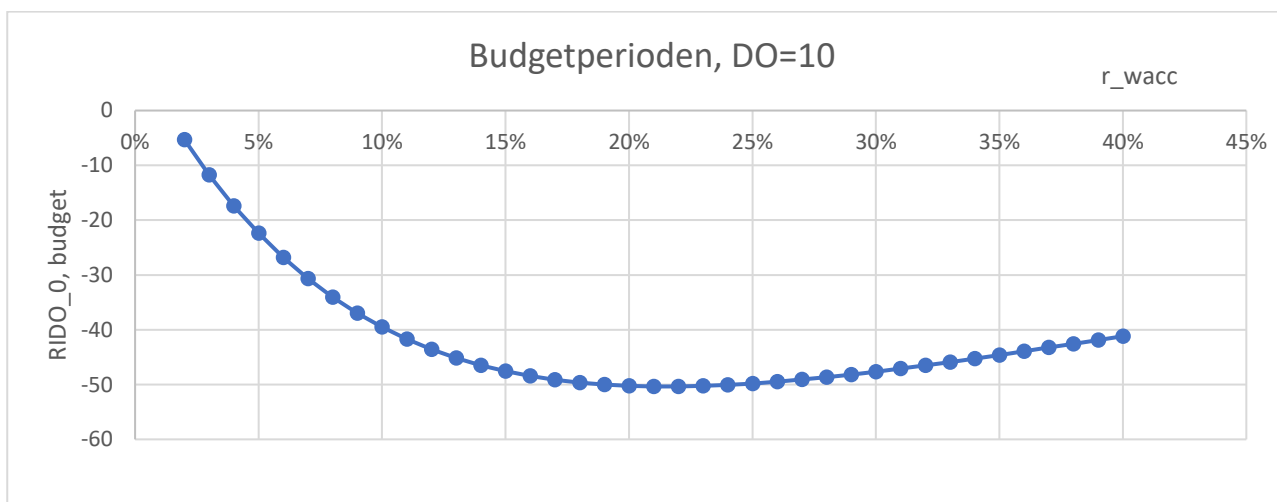
den konkrete virksomhed, da virksomhedens risidualoverskud fra driften også er afhængig af  $r_{wacc}^{150}$

$$RIDO_t = DO_t - r_{wacc} * NDA_{t-1}$$

I Bilag 4 opstilles to virksomheder, hvis eneste forskel er DO på hhv. 100 og 10. Herefter plottes RIDO i budgetperioden og i terminalperioden som en funktion af  $r_{wacc}$ . Når der nedenfor skrives  $RIDO_0$ , menes der nutidsværdien af risidualoverskuddet altså RIDO i år t tilbagediskonteret til år 0.

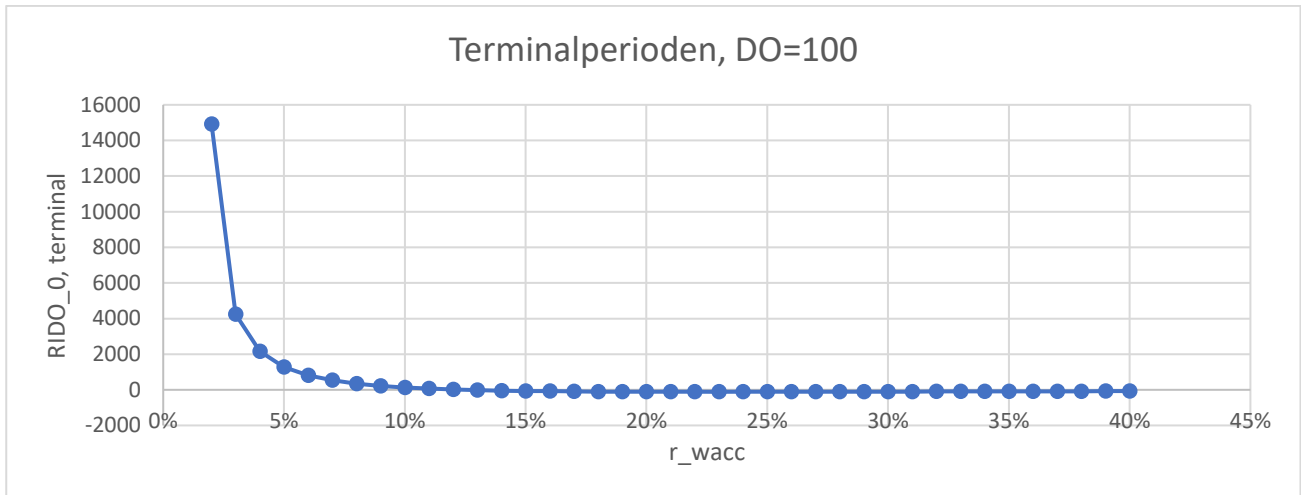


Figur 10

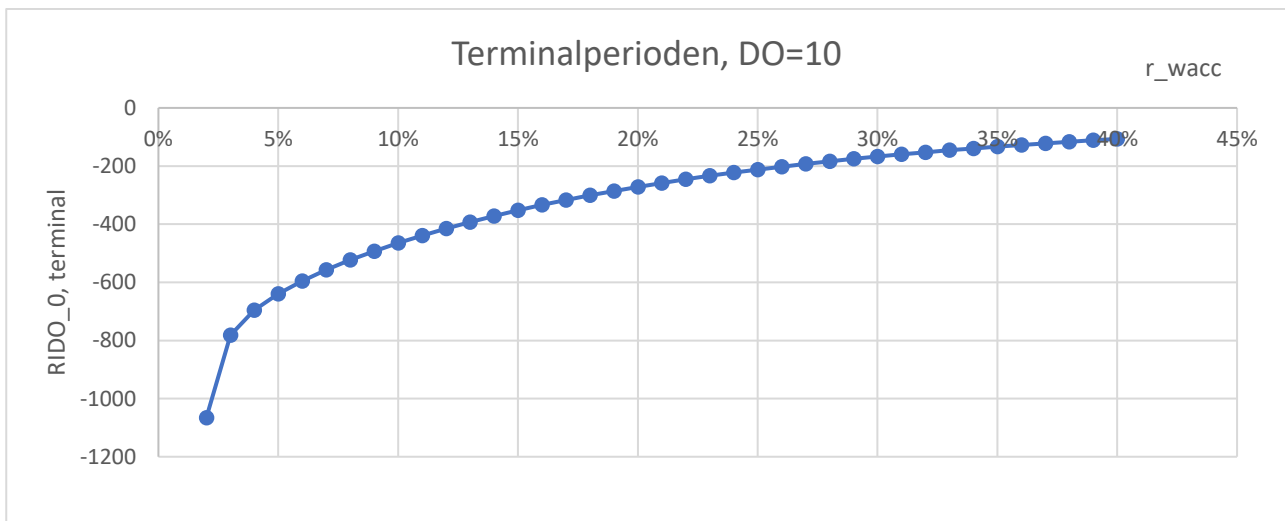


Figur 11

<sup>150</sup> Sørensen, Ole, Regnskabsanalyse og værdiansættelse en praktisk tilgang, side 54.



Figur 12



Figur 13

I budgetperioden starter  $RIDO_0$  med at falde, når  $r_{wacc}$  stiger, men når  $r_{wacc}$  bliver tilstrækkeligt stor, begynder  $RIDO_0$  at stige igen. Dette sker uafhængigt af, om  $RIDO_0$  har positivt eller negativt fortegn. Ligeledes ses, at det marginale fald i  $RIDO_0$  er størst, når  $r_{wacc}$  er lav.

I terminalperioden har det derimod betydning, om  $RIDO_0$  er positiv eller negativ. Er  $RIDO_0$  positiv ved lav  $r_{wacc}$ , vil en større  $r_{wacc}$  medføre et fald i  $RIDO_0$ . Er  $RIDO_0$  derimod negativ ved lav  $r_{wacc}$ , vil højere  $r_{wacc}$  forøge værdien af  $RIDO_0$ . Ligesom i budgetperioden er den marginale ændring af  $RIDO_0$  størst ved lave værdier for  $r_{wacc}$ .

Da en virksomheds værdiansættelse er afhængig af  $RIDO_0$  for budgetperioden og terminalperioden, kan en forhøjelse af  $r_{wacc}$  både medføre, at virksomheden stiger eller falder i værdi afhængigt af,

hvor meget budgetperioden og terminalperioden vægter i den samlede værdiansættelse. Ses f.eks. på Chemical (Diversified), M er RIDO negativ i hele budgetperioden og i terminalperioden, og virksomhedens aktionærværdi falder fra ca. – 50 mio. kr. til ca. -54 mio. kr. når aktivernes volatilitet (og dermed  $r_{wacc}$ ) øges. I dette tilfælde er den negative effekt af  $r_{wacc}$  på  $RIDO_0$  altså større end den positive effekt af, at det negative RIDO skal tilbagediskonteres med en forhøjet diskonteringsfaktor. For Financial Svcs. (Non-bank & Insurance) virksomhederne forholder det sig omvendt.

Er RIDO positivt i både budgetperioden og i terminalperioden vil en forøgelse af  $r_{wacc}$  altid medfører en lavere værdiansættelse, alt andet lige.

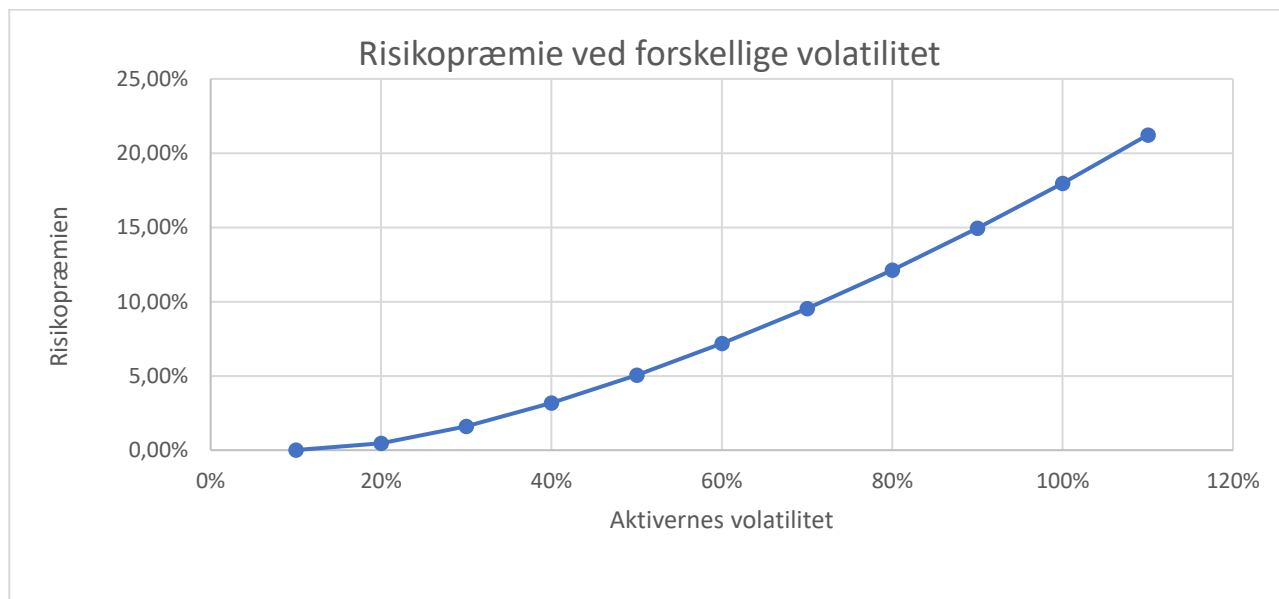
### 3.3.2 Undersøgelse af virksomhedstype og -fokus

Det forventes, at virksomheder med fokus på OG vil blive mere påvirket af en ændring af volatiliteten på virksomhedens aktiver end virksomheder med fokus på AOH. Den lavere omsætnings hastighed for OG-fokuserede virksomheder bevirker, at der kræves en større mængde driftsaktiver i forhold til de AOH-fokuserede virksomheder for at skabe samme omsætning. Når salgsvæksten er positiv, vil en OG-fokuseret virksomhed ophobe end større mængde driftsaktiver, som i modellen finansieres delvist med gæld. OG-fokuserede virksomheder vil derfor ofte have betydeligt større netto finansielle forpligtigelser, som der skal betales rente af, end AOH-fokuserede selskaber.

F.eks. har Chemical (Diversified), Stort netto finansielle forpligtigelser i år 0 på ca. 1802 mio. kr. for at opholde en nettoomsætning på 1000 mio. kr. Derimod har Engineering/Construction, Stort kun NFF på ca. 101 mio. kr. for samme nettoomsætning til trods for, at Engineering/Construction, Stort har over dobbelt så høj FGEAR, som Chemical (Diversified), Stort (78,57 % mod 37,61 %). Det må også forventes, at store virksomheder bliver mindre belastet af en ændring af en stigning i aktivernes volatilitet end mindre virksomheder. I værdiansættelsen sættes volatiliteten på aktiverne for store virksomheder til 20 % af industriens beta-værdi, hvorimod volatiliteten for mellem og nye virksomheder sættes til hhv. 30 % og 50 % af industriens beta-værdi. Beta-værdien antages derimod at være konstant uafhængigt af virksomhedens størrelse, hvilket medfører, at de mindre virksomheder har større volatilitet på deres aktiver end de store selskaber. Af Mertons optionsmodel ses, at den marginale stigning i risikopræmien for en erhvervsobligation ved en forhøjelse af aktivernes volatilitet er højere, når volatilitet i forvejen er høj. I bilag 3 er opstillet en virksomhed



med FGEAR på 50 %, risikofri rente på 1 % og en løbetid på 10 år. Risikopræmien for virksomhedens gæld (uden den risikofrie rente) plottes om funktion af aktivernes volatilitet:



Figur 14

De større virksomheder oplever et lavere værdifald, fordi de befinder sig til venstre på kurven, hvorimod de mindre virksomheder befinder sig længere til højre.

I bilag 2 er opstillet den gennemsnitlige ændring i værdiansættelsen for diverse virksomhedstyper og fokus:

<b>Gennemsnitlig værdiændring i %</b>			
<b>Selskabstype</b>	<b>OG-fokus</b>	<b>AOH-fokus</b>	<b>I alt</b>
Stort	-6%	-20%	-13%
Mellem	-28%	-18%	-23%
Nyt	-8%	-45%	-26%
Alle	-14%	-28%	-21%

Figur 15

Imod forventningen ses, at værdiansættelsen for OG-fokuserede virksomheder i gennemsnit ændrer sig mindre end for AOH-fokuserede. En del af forklaringen herpå er, at Financial Svcs. (Non-bank & Insurance) virksomhederne som forklaret i afsnit 3.3.1 stiger i værdi, når aktivernes volatilitet øges. Financial Svcs. (Non-bank & Insurance) virksomhederne har en meget høj finansiel gearing (573,19 %). Konsekvensen heraf er, at rentesatsen for virksomhedens gæld får en enorm betydning

for selskabets  $r_{wacc}$ . Samme problem opstår i relation til Food Wholesalers virksomhederne, der har næsten samme finansielle gearing (574,91 %). Ignoreres disse fås et resultat, der stemmer mere overens med det forventede, se bilag 2:

<b>Gennemsnitlig værdiændring i % uden højt-gearedede selskaber</b>			
<b>Selskabstype</b>	<b>OG-fokus</b>	<b>AOH-fokus</b>	<b>I alt</b>
Stort	-14%	-4%	-9%
Mellem	-41%	-8%	-24%
Nyt	-12%	-46%	-29%
Alle	-22%	-19%	-21%

Figur 16

Det bemærkes dog, at nye AOH-fokuserede virksomheder stadig falder mere i værdi end nye OG-fokuserede virksomheder. Dette skyldes som gennemgået ovenfor, at en stigning i  $r_{wacc}$ , i de tilfælde hvor RIDO er negativt, kan have en positiv indvirkning på virksomhedens værdiansættelse. Da ændringen i aktivernes volatilitet i modellen antages kun at påvirke renten på virksomhedernes gæld, vil effekten være størst for selskaber med høj gearing.

Engineering/Construction, Nyt har den højeste gearing af de resterende tre AOH-fokuserede nye virksomheder og har positiv RIDO i terminalperioden både før og efter ændringen i aktivernes volatilitet. Omvendt har Cable TV, Nyt, der er det højest gearedede af de resterende OG-fokuserede nye virksomheder, negativ RIDO i terminalperioderne, og forhøjelsen af  $r_{wacc}$  tynger derfor ikke værdiansættelsen af Cable TV, Nyt i samme grad som ved Engineering/Construction, Nyt.

Det er også overraskende, at de OG-fokuserede mellem-virksomheder påvirkes mere end de nye OG-fokuserede virksomheder. Dette skyldes virksomheden Cable TV, Mellem, som falder ca. 105 % i værdi – over dobbelt så meget som den mellem-virksomhed, der bliver påvirket næstmest.

Et andet punkt hvor virksomhedstyperne adskiller sig markant, er deres nettoomsætning. De fiktive virksomheder er opstillet således, at nettoomsætningen for en stor virksomhed er 100 gange større end nettoomsætningen for en ny virksomhed. En virksomheds nettoomsætning har dog ikke i sig selv nogen effekt på, hvor meget værdiansættelsen af virksomhedent ændrer sig i procent, når aktivernes volatilitet ændres. Virksomhedens evne til at skabe positivt RIDO stammer fra værdidriverne – ikke fra nettoomsætningen. Omvendt er det klart, at den absolutte værdiansættelse vil ændre sig proportionalt med nettoomsætningen, når værdidriverne holdes konstant. Det er netop nettoomsætningen, som proformaregnskaberne gennem værdidriverne opstilles på baggrund af.

Alt i alt tyder ovenstående analyse på, at selvom virksomhedernes fokus og type har effekt på, hvor meget virksomhedernes værdiansættelse påvirkes af aktivernes volatilitet, skyldes dette de virksomhedsspecifikke værdidrivere, finansiel gearing og kapitalomkostninger.

### 3.3.3 Undersøgelse af FGEAR og beta-værdien

Afsnit 3.3.1 analyserede kapitalomkostningers ( $r_{wacc}$ ) effekt på  $RIDO_0$ . I dette afsnit undersøges hvordan  $r_{wacc}$  påvirkes af aktivernes volatilitet.

Af udtrykket for  $r_{wacc}$  ses, at fire forhold påvirker beregningen: 1) andelen af den samlede selskabskapital (gæld og egenkapital), der stammer fra kapitalandele f.eks. aktier, 2) afkastkravet på kapitalandelene, 3) andelen af den samlede selskabskapital, der stammer fra gæld, og 4) renten på gælden efter skat.

Afkastkravet på kapitalandele kan beregnes ved anvendelse af CAPM. Da den risikofrie rente og markedspræmien holdes konstant, er det kun virksomhedens beta-værdi, der afgør, hvor højt afkastkravet for virksomhedens kapitalandele er.

Forholdet mellem gæld, kapitalandele og selskabskapital kan bestemmes ud fra FGEAR, ved at holde kapitalen konstant:

$$FGEAR = \frac{V_0^E}{V_0^{NFF}} \quad \text{og} \quad V_0^E = 1 \quad , \quad \rightarrow V_0^{NFF} = FGEAR * V_0^E = FGEAR$$

Herefter findes:

$$\frac{V_0^E}{V_0^E + V_0^{NFF}} = \frac{1}{1 + FGEAR} \quad \text{og} \quad \frac{V_0^{NFF}}{V_0^E + V_0^{NFF}} = 1 - \frac{1}{1 + FGEAR}$$

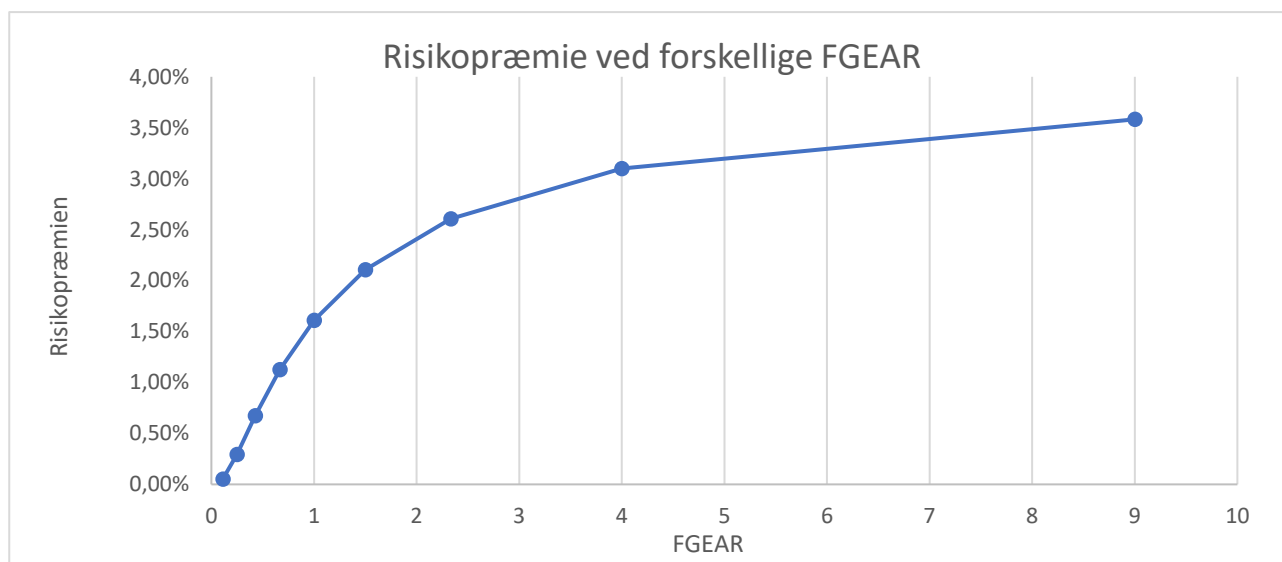
Renten på gælden findes ved Mertons optionsmodel. I modellens beregning af gældsandelen  $G$  indgår virksomhedens resterende obligationsgæld  $B$  og virksomhedens samlede aktiver  $A$ . Ved anvendelse af ovenstående udtryk for beskrivelse af virksomhedens gældsandel ved FGEAR findes:

$$G = \frac{B * e^{-n_t * t}}{A} = \frac{V_0^{NFF} * e^{-n_t * t}}{V_0^E + V_0^{NFF}} = \frac{V_0^{NFF}}{V_0^E + V_0^{NFF}} * e^{-n_t * t} = e^{-n_t * t} - \frac{e^{-n_t * t}}{1 + FGEAR}$$

$$e^{-n_t * t} - \frac{e^{-n_t * t}}{1 + FGEAR} \rightarrow e^{-n_t * t} \quad \text{for} \quad FGEAR \rightarrow \infty$$

$$e^{-n_t * t} - \frac{e^{-n_t * t}}{1 + FGEAR} \rightarrow 0 \quad \text{for} \quad FGEAR \rightarrow 0$$

Således bliver  $G$  større, når virksomhedens finansielle gearing øges. At  $G$  også går mod 0 når selskabets finansielle gearing går mod 0 skyldes, at en virksomhed uden finansiell gearing i sigens natur ingen gæld har. I bilag 5 illustreres effekten af FGEAR på risikopræmien for en virksomhed med forventet volatilitet på aktiverne på 30 %, en løbetid på 10 år og risikofri rente på 1 %:



Figur 17

Risikopræmien på virksomhedens gæld stiger således, når virksomhedens finansielle gearing stiger alt andet lige.

Ændring af aktivernes volatilitet har kun direkte effekt på virksomhedens lånerente, hvilket taler for, at ændring i aktivernes volatilitet medfører større udsving i  $r_{wacc}$  for virksomheder med høj finansiell gearing. Omvendt er volatiliteten på virksomhedernes aktiver i analysen defineret til en bestemt procent af beta-værdien afhængigt af virksomhedens størrelse. Som illustreret i figur 14 stiger volatilitetens marginale effekt på risikopræmien, når volatiliteten stiger. Herudover vil en virksomhed med højere beta-værdi have et højere afkastkrav på sin kapitalandel. På den baggrund forventes det også, at virksomheder med høj beta-værdi oplever en større ændring i  $r_{wacc}$  end virksomheder med lav beta-værdi

Den gennemsnitlige ændring i  $r_{wacc}$  er beregnet i bilag 2. Der beregnes kun ændringer i  $r_{wacc}$  på industri-niveau, da alle virksomhedstyper i en given industri antages at have samme FGEAR og beta-værdi.

<b>Industri</b>	<b>Gennemsnitlig ændring i <math>r_{wacc}</math> i %</b>	<b>FGEAR</b>	<b>Beta</b>
Advertising	6,7%	60,35%	0,90
Financial Svcs. (Non-bank & Insurance)	18,0%	573,19%	1,02
Chemical (Diversified)	26,1%	37,61%	1,79
Cable TV	30,6%	200,64%	1,19
Aerospace/Defense	18,6%	21,96%	1,30
Engineering/Construction	9,3%	78,57%	1,13
Reinsurance	3,2%	23,74%	0,98
Food Wholesalers	8,4%	574,91%	0,78

Figur 18

Resultaterne er som forventet idet virksomheder med både lav beta-værdi og FGEAR (f.eks. Advertising) også har lavest ændring i  $r_{wacc}$ , og virksomheder med høj beta-værdi og høj FGEAR (f.eks. Cable TV) har højest ændring i  $r_{wacc}$ .

### 3.3.4 Fiktivt bankselskaber

Til anvendelse i den integrerede analyse opstilles i bilag 6 også et fiktivt bankselskab. Med inspiration fra Damodarans datasæt<sup>151</sup> sættes den Bankens beta-værdi til 0,50, FGEAR til 200 %, OG til 30 % og AOH til 0,1. Opsætningen og beregningen af værdiansættelserne følger i øvrigt samme procedure, som for de øvrige store OG-fokuserede selskaber, dog foretages fem værdiansættelser af banken hvor den forventede volatilitet på bankens aktiver er hhv. 20 %, 25 %, 30 %, 21,25 % og 22,5 %.

### 3.4 Særligt om virksomheder med negativ værdi

Fem af de fiktive virksomheder har negativ værdi allerede ved værdiansættelse 1. Det drejer sig om de tre Financial Svcs. virksomheder, Chemical, Nyt og Cable, Nyt. Dette medfører nogle udfordringer for analysen, idet en virksomhed med negativ værdiansættelse næppe kan forventes at eksistere ud i al fremtidig. Virksomheden værdiansættes negativt, netop fordi den ikke er i stand til at skabe tilstrækkeligt overskud på sine aktiver, og rationelle investorer vil således likvidere

<sup>151</sup> Damodaran, Aswath, Operating and Net Margins by Industry Sector og Levered and Unlevered Betas by Industry, begge hentet d. 06-04-2020 fra [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datacurrent.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html)

virksomheden og investere midlerne på anden vis. Virksomheder med negativ værdi i værdiansættelse 1 lever således ikke op til antagelserne foretaget i RI-modellen om, at udviklingen i Terminalperioden fortsætter ud i al fremtid.

Da analyse kun undersøger kapitalselskaber med begrænset ansvar, vil den reelle værdi for ejerne af virksomheder med negativ værdi være 0 kr. Når Chemical Nyt, Cable, Nyt og Financial Svcs. virksomhederne oplever en værdistigning fra værdiansættelse 1 til 2, er det et rent teoretisk fænomen. Da virksomhederne ved begge værdiansættelser har negativ værdi, vil den reelle værdiændring for aktionærene være fra 0 kr. til 0 kr.

### 3.5 Økonomisk delkonklusion

Når den forventede volatilitet på en virksomheds aktiver ændres, påvirkes virksomhedens værdiansættelse indirekte gennem påvirkning af virksomhedens kapitalomkostninger. En virksomheds aktiver fungerer som sikkerhed for virksomhedens kreditorer, og når volatiliteten på denne sikkerhed øges, bliver risikoen på virksomhedens gæld højere. Dermed øges risikopræmien for gælden, hvilket igen øger virksomhedens kapitalomkostninger.

Kapitalomkostningerne påvirkes også af afkastkravet på virksomhedens ejerkapital, der igen påvirkes af virksomhedens beta-værdi. Virksomheder med høj beta-værdi vil alt andet lige have højere afkastkrav. I det omfang der er en sammenhæng mellem en virksomheds beta-værdi og den forventede volatilitet på virksomhedens aktiver, sådan at aktivernes forventede volatilitet udgør en procentsats af beta-værdien, vil beta-værdien indirekte påvirke ændringen af risikopræmien for virksomhedens gæld, når den forventede volatilitet på virksomhedens aktiver ændres. Dette skyldes, at volatilitetens marginale effekt på risikopræmien stiger, når volatiliteten stiger.

Virksomhedens kapitalomkostninger anvendes som diskonteringsfaktor, hvorfor en virksomhed med positivt risidualoverskud i budget- og terminalperioden altid vil blive mindre værd, når kapitalomkostningerne øges. For en virksomhed med negativt risidualoverskud kan øget diskonteringsfaktor have positiv eller negativ indvirkning på værdiansættelsen, afhængigt af hvor tungt hhv. budgetperioden og terminalperioden vægter i virksomhedens værdiansættelse.

Om virksomheden er stor, mellem eller ny, samt om det er OG-fokuseret eller AOH-fokuseret, har også effekt på værdiansættelsen. Virksomhedens nettoomsætning har betydning for den absolutte værdiansættelse, men ikke på den procentvise ændring af værdiansættelsen, når den forventede volatilitet på aktiverne ændres. I den sammenhæng er det de virksomhedsspecifikke værdi-drivere, der er af betydning.

Hvilken industri virksomheden tilhører er medvirkende til at bestemme virksomhedens beta-værdi, finansielle gearing og fokus, og påvirker herigennem virksomhedens værdiansættelse.

Alt i alt konkluderes det, at en ændring af den forventede volatilitet på en virksomheds aktiver påvirker værdiansættelsen af virksomheden ved at ændre virksomhedens samlede kapitalomkostninger. Virksomhedens størrelse, strategiske fokus samt den industri, virksomheden agerer inden for, har betydning for ændringen i værdiansættelse, da disse forhold påvirker kapitalomkostningerne.

## Kapitel 4 – Integreret analyse

I den integrerede analyse undersøges den optimale resursefordeling mellem de 24 undersøgte virksomheder og bankvirksomheden, se kapitel 3, og parternes vilje til at indgå forlig analyseres og sammenlignes med den juridiske konklusion.

På baggrund af det i afsnit 3.4 forklarede ang. virksomheder med negativ værdiansættelse, medtages virksomheder med negativ aktionærværdi i værdiansættelse 1 ikke i den integrerede analyse.

### 4.1 Forlig og tvetydige retsregler

Når en tilbageholdsret søges udøvet over et aktiv, som virksomhedspanthaver ønsker at gøre virksomhedspantet gældende overfor, vil parterne før en eventuel retssag indgå i en form for forligsforhandling. Om denne forhandling eksplicit bliver opfattet som en reel forhandling, eller om der blot er tale om en kort ordveksling, hvor hver af parterne præsenterer deres krav overfor modparten, er underordnet. Der vil under alle omstændigheder være tale om en forhandling.

At der også i praksis finder reelle forhandlinger sted forud for retssagerne, kan illustreres ved, at en række af de i kapitel 2 gennemgåede domme f.eks. U 2014.1458 H ikke omhandler de fysiske genstande, som forsøges tilbageholdt. Derimod er parterne forud for retssagen blevet enige om, at der deponeres et pengebeløb på en sikringskonto, som vil blive udbetalt til sagens vinder. Målet med sådanne ordninger er naturligvis, at de tilbageholdte genstande kan blive afhændet med det samme, sådan at både opbevaringsomkostninger samt risikoen ved ejerskab mindskes.

Af den juridiske analyse fremgår, at opfyldelsen af betingelserne for, at en yngre tilbageholdsret kan få ret over et ældre gyldigt stiftet virksomhedspant, afhænger af en konkret vurdering af de enkelte forhold. Hvem den konkrete vurdering i et specifikt tilfælde vil begunstige, kan være svært for de tvistende parter at afgøre forud for retssagen. En alternativ løsning kunne være at opstille en enkelt simpel regel, sådan at parterne (og domstolene) nemt kunne afgøre, om betingelserne for, at den

ynge rettighed har ret over den ældre, er opfyldt. Et eksempel på en simpel regel kunne være, at korrekt tinglyst virksomhedspant altid har bedst ret. I det følgende undersøges, hvordan domstolenes bedømmelsesgrundlag påvirker parternes indgåelse af forlig.

#### 4.1.1 Forlig ved simpel regel

Tvisten omhandler aktiver med en pengemæssig værdi på  $X$  kr.  $p_1$  beskriver sandsynligheden for at spiller 1 vinder en eventuel retssag, og  $p_2$  er sandsynligheden for at spiller 2 vinder sagen sådan at  $p_1 + p_2 = 1$ . At føre sagen ved domstolene koster hver part  $L$  i advokatudgifter mv., men den tabene part skal afholde den vindende parts udgifter. Derudover antages det, at det koster samfundet et beløb  $O$  at afholde retssagen, hvis der skal foretages en konkret vurdering og  $\alpha O$  hvor  $0 < \alpha < 1$ , hvis sagens skal afgøres ud fra en enkelt simpel regel. Grunden hertil er, at det må forventes at være billigere for domstolene at afgøre sagen ud fra en simpel regel, end hvis der skal foretages særlig bedømmelse af de konkrete forhold.

Hvis spillerne har samme formodning om  $p_1$  og  $p_2$ , kan spillernes forventede udbytter,  $U$ , beregnes:

$$\text{Spiller 1: } U_1(\text{Retssag}) = p_1X - 2p_2L \quad U_1(\text{Forlig}) = p_1X$$

$$\text{Spiller 2: } U_2(\text{Retssag}) = p_2X - 2p_1L \quad U_2(\text{Forlig}) = p_2X$$

Udbytterne er afhængige af, at spillerne deler merudbyttet ved forlig lige mellem sig, og at hver spillet får en andel af  $X$  lig med spillerens sandsynlig for at vinde sagen ved domstolene. I praksis vil fordelingen af merudbyttet dog bero på styrken og forhandlingssituationen spillerne imellem. Uafhængigt af styrkeforholdet må det forventes, at spillerne vil indgå forlig, når spillerne er enige om sandsynligheder for at vinde eller tabe retssagen, og det at føre sagen er forbundet med meromkostninger<sup>152</sup>. En spiller vil dog aldrig indgå et forlig, hvor han modtager mindre end han forventeligt ville ved at føre retssagen.

Situationen kan modelleres som et simultant spil og opstilles i strategisk form<sup>153</sup> som:

(Spiller 1; Spiller 2)	Retssag	Forlig
Retssag	$(p_1X - 2p_2L ; p_2X - 2p_1L)$	$(p_1X - 2p_2L ; p_2X - 2p_1L)$
Forlig	$(p_1X - 2p_2L ; p_2X - 2p_1L)$	$(p_1X ; p_2X)$

<sup>152</sup> Baird, Gertner og Picker, 1994, side 246.

<sup>153</sup> Dutta, 1999, side 21-22.



Figur 19

For begge spillere er Forlig en svagt dominerende strategi, idet begge spillere vil klare sig lige så godt eller bedre ved at vælge at indgå forlig i stedet for retssag uafhængigt af, hvad den anden spiller vælger. Hver spillers bedste strategi, givet den anden spiller ikke ændre sin strategi, er markeret ved understregning.

Spillet har to Nash-ligevægte (Retssag ; Retssag) og (Forlig ; Forlig), men da Forlig er den svagt dominerende strategi for begge spillere, vil spillerne indgå forlig. Det bemærkes, at forliget også er det Kaldor-Hicks-efficiente resultat idet  $X > X - 2L$ . Også op samfundsplan er forliget effecient, idet samfundet som helhed sparer  $2L + \alpha O$ .

#### 4.1.2 Forlig ved konkret vurdering

##### 4.1.2.1 Optimismemodellen

Der tages udgangspunkt i samme situation som beskrevet under 4.2.1. I stedet for at bedømme sagen ud fra en simpel regel anvender domstolen nu en konkret vurdering baseret på sagens specifikke omstændigheder. Denne ændring i bedømmelsesgrundlaget gør, at parterne ikke har samme opfattelse af sandsynligheden for at vinde retssagen, fordi det er uklart, hvordan domstolen vægter sagens faktiske forhold. Modellen er således til en optimismemodel<sup>154</sup>.

Hvis spiller 1 formoder at  $p_1 = 3p_2$  og spiller 2 formoder at  $p_1 = p_2$  fås:

Spiller 1's formodning:  $U_1(Retssag) = 0,75X - 0,5L$

Spiller 2's formodning:  $U_2(Retssag) = 0,5X - L$

Spiller 1 vil maksimalt være villig til at tilbyde Spiller 2  $0,25X + L$ , men spiller 2 vil kræve mindst  $0,5X - L$  for at indgå forlig. Ligeledes vil Spiller 2 maksimalt tilbyde Spiller 1  $0,5X + L$ , men Spiller 1 vil kræve mindst  $0,75X - 0,5L$ . Så længe  $L < \frac{x}{8}$  vil parterne ikke indgå forlig, og spillets strategiske form bliver:

(Spiller 1; Spiller 2)	Retssag	Forlig
Retssag	( <u><math>0,75X - 0,5L</math></u> ; <u><math>0,5X - L</math></u> )	( <u><math>0,75X - 0,5L</math></u> ; <u><math>0,5X - L</math></u> )
Forlig	( <u><math>0,75X - 0,5L</math></u> ; <u><math>0,5X - L</math></u> )	( $0,5X + L$ ; $0,25X + L$ )

<sup>154</sup> Baird, Gertner og Picker, 1994, side 247.

Figur 20

Spillet har desuden Nash-ligevægt i de tilfælde, hvor forlig ikke indgås, og da Retssag er en svagt dominerende strategi for begge spillere må forventes, at spillerne ikke indgår forlig. De samlede omkostninger for samfundet bliver  $2L + O$ . Betragtes spillet isoleret, er de tre Nash-ligevægte (Retssag ; Retssag), (Forlig ; Retssag) og (Retssag ; Forlig) Kaldor-Hicks-efficiente idet:

$$1,25X - 1,5L > 0,75X + 2L$$

Spillernes forskellige formodning om  $p_1$  og  $p_2$  kunne også stamme fra asymmetrisk information, f.eks. ved at tilbageholdsretsudøveren har mere detaljeret information om sin forretningsførelse med skyldneren, end virksomhedspanthaveren har. I så fald vil tilbageholderen have bedre mulighed for at bedømme sandsynligheden for at vinde retssagen. Hvis det er tilfældet, er der dog ikke længere tale om en optimisme model, idet tilbageholderen vil kunne ændre panthaverens formodning om sandsynlighederne, ved at videregive sin information til panthaveren<sup>155</sup>.

#### 4.1.2.2 Asymmetrisk information

Antag at Spiller 1 ønsker at udøve tilbageholdsret, og spiller 2 er virksomhedspanthaver. Spiller 1 vil formentligt have bedre information om den konkrete forretningsgang, som han havde med skyldneren, end Spiller 2 har. Hvis domstolene anvender en konkret vurdering, der bl.a. beror forretningsgangen mellem tilbageholderen og skyldneren, f.eks. ved en "regelmæssig drift"-betragtning, vil Spiller 1 bedre kunne vurdere sandsynlighederne end Spiller 2. Spiller 1 kan dog ved afholdelse af en omkostning,  $K$ , videregive sin information til Spiller 2, og spillerne vil herefter være enige om  $p_1 = 3p_2$ . Jo mere tvivl spillerne har om domstolenes bedømmelsesgrundlag, jo højere omkostninger må Spiller 1 forvente at skulle afholde for at overbevise spiller 2.

Spillets strategiske form bliver da:

(Spiller 1; Spiller 2)	Retssag (efter videregivelse af information)	Forlig (efter videregivelse af information)
Retssag	$0,75X - 0,5L - K ; 0,25X - 1,5L$	$0,75X - 0,5L - K ; 0,25X - 1,5L$
Forlig	$0,75X - 0,5L - K ; 0,25X - 1,5L$	$0,75X - K ; 0,25X$

<sup>155</sup> Baird, Gertner og Picker, 1994, side 247-251.

Figur 21

Forlig er en svagt dominerende strategi for begge spillere, og (Forlig ; Forlig) er også en Nash-ligevægt, hvorfor et forlig vil blive indgået.

Spiller 1 vil vælge at videregive informationerne til Spiller 2 såfremt:

$$0,75X - 0,5L < 0,75X - K \leftrightarrow K < 0,5L$$

I så fald vil spillerne indgå forlig og omkostningerne på samfundsplan bliver  $K$  og  $K < 2L + 0$ .

#### 4.1.3 Sammenfatning

Både ud fra et samfundsperspektiv og set fra spillernes synsvinkel er forliget den foretrukne løsning. Forlig ved simpel regel er at foretrække fremfor forlig ved konkret vurdering, da Spiller 1 i tilfældet med simpel regel ikke skal afholde  $K$  omkostninger for at overbevise Spiller 2.

Hvorvidt spillerne ved domstolenes anvendelse af en konkret vurdering faktisk vil indgå forlig, beror på hver af spillernes formodninger om sandsynligheden for at vinde eventuel retssag og størrelsen af  $X$ ,  $L$  og  $K$ . Det må dog formodes, at flere tvister vil blive afgjort ved forlig, hvis domstolene anvender en simpel regel fremfor en konkret vurdering.

Ovenstående analyse tager ikke højde for, at der er et reguleringsmæssigt trade-off mellem en simpel regel og en konkret vurdering af de enkelte forhold. En regel om, at virksomhedspanthaver altid får ret til aktiverne, såfremt pantet er tinglyst korrekt, vil være en simpel og for domstolene omkostningslet regel. Dog kan der være situationer, hvor aktiverne ville medføre en højere værdi hos tilbageholderen, end de gør hos pantsætteren. Sådanne omkostninger ved ineffecient fordeling ved simple regler har ovenstående analyse ikke taget højde for.

## 4.2 Fordelingseffekten af simpel regel og konkret vurdering

### 4.2.1 Virksomhedspant og tilbageholdsretten som sikkerhedsmiddel

Et af formålene med både panteretten og tilbageholdsretten er at sikre sig imod at lide tab i tilfælde af skyldneres manglende betalingsvillighed eller solvens. Når en bank giver lån med sikkerhed i virksomhedspant, er lånet alt andet lige mindre risikabelt end det ville være, hvis der ikke blev stillet nogen sikkerhed. På samme måde vil risikoen på de fordringer, som en serviceyder f.eks. en speditør, har imod sine kunder være mindre, såfremt speditøren kan udøve tilbageholdsret i godset, indtil han får betalt. På den måde reducerer muligheden for at udøve tilbageholdsret eller tiltræde virksomhedspantet volatiliteten på virksomhedens udestående fordringer. Da fordringer på kunder

mv. må betragtes som aktiver, vil retten til at udøve tilbageholdsret eller tiltræde virksomhedspantet reducere den forventede volatilitet på virksomhedens aktiver. På samme måde vil en underkendelse af muligheden for at udøve hhv. tilbageholdsret eller tiltræde pantet øge den forventede volatilitet på virksomhedens aktiver. I kapitel 3 blev effekten heraf på virksomhedernes værdiansættelse undersøgt.

#### 4.2.2 Nytteeffekt af anvendelse af en konkret vurdering

Antag en retssag, hvor virksomhedspanthaveren og tilbageholderen begge søger adgang til aktiver til en værdi af  $X$  kr. Da skyldneren i praksis ofte vil være insolvent, antages det for simpelhedens skyld, at sagens tabende part ikke får nogen betaling fra skyldneren eller dennes konkursbo. Før sagen afgøres vil der som beskrevet under 4.2 for hver part være en sandsynlighed for at parten vinder sagen, og partens værdi vil være:

$$\text{Part 1} \quad \text{Værdiansættelse}(uafgjort) = \epsilon + p * X$$

$$\text{Part 2:} \quad \text{Værdiansættelse}(uafgjort) = \epsilon + (1 - p) * X$$

Hvor  $\epsilon$  er virksomhedens værdiansættelse minus værdien af den fordring, der søges sikkerhed for, og  $p$  er sandsynligheden for at vinde retssagen. Når sagen er afgjort, vil virksomhedens værdi være:

$$\text{Vindende part:} \quad \text{Værdiansættelse}(afgjort) = \epsilon + X$$

$$\text{Tabende part:} \quad \text{Værdiansættelse}(afgjort) = \epsilon$$

Uanset hvilken part der vinder sagen, vil den samlede nytte repræsenteret ved virksomhedernes samlede værdiansættelse være uændret. Retssagen er et nulsumsspil<sup>156</sup>, og da der er tale om en konkret vurdering baseret på parternes specifikke forhold, vil sagen ikke have effekt på efterfølgende afgørelser.

Det er klart, at sagens afgørelse kan have stor betydning for de tvistende parter, men fra et samfundssynspunkt er der ingen nytteeffekt af sagens udfald.

#### 4.2.3 Nytteeffekt af anvendelse af en simpel regel

Ved at afgøre sagen efter en simpel regel vil domstolene, modsat tilfældet ved en konkret vurdering, danne præcedens, der kan anvendes i efterfølgende sager.

Det antages, at den eneste virksomhedspanthaver i samfundet er den fiktive bankvirksomhed, og at de resterende fiktive virksomheder udgør alle virksomheder i samfundet, som potentielt kunne

---

<sup>156</sup> Baird, Gertner og Picker, 1994, side 43.

udstede virksomhedspant. Tre simple regler vil blive undersøgt: 1) en simpel regel der altid giver enten virksomhedspanthaver (banken) eller tilbageholderen (de øvrige virksomheder) ret, 2) en simpel regel baseret på om virksomhederne er OG-fokuserede eller AOH-fokuserede, og 3) en simpel regel baseret på virksomhedernes industri.

Virksomhedernes værdiansættelse 1 angiver virksomhedens værdi, hvis virksomheden får ret, og værdiansættelse 2 (og 3, 4, og 5 for bankens vedkommende) angiver virksomhedernes værdi, hvis de ikke får ret.

#### *4.2.3.1 Virksomhedspanthaver eller tilbageholderen*

Volatiliteten på bankvirksomhedens aktiver antages at stige fra 20 % til 30 %, såfremt bankvirksomhedens virksomhedspanter aldrig vil få ret over yngre tilbageholdsrettigheder. Bankens værdiansættelse falder da fra 14.820 mio. kr. til 3.357 mio. kr. svarende til en ændring på -11.463 mio. kr., se bilag 6. Summes værdiændringen for de fiktive virksomheder fås -4.048 mio. kr. Den største værdistigning opnås således ved altid at give banken medhold idet:

$$-11.463 \text{ mio. kr.} < -4.048 \text{ mio. kr.}$$

Står valget mellem altid at give virksomhedspanthaver (banken) eller tilbageholderen medhold, er den nytteoptimerende løsning på samfundsplan altid at give virksomhedspanthaveren medhold. Den samlede værdiændring ved en sådan bliver -4.048 mio. kr.

#### *4.2.3.2 Fokusbaseret regel*

I dette tilfælde antages den forventede volatilitet på bankens aktiver kun at stige fra 20 % til 25 %, idet bankens virksomhedspant kun bliver efterstillet i halvdelen af tilfældene. Bankens værdiansættelse falder da fra 14.820 mio. kr. til 7.259 mio. kr. svarende til en ændring på -7.561 mio. kr.

For de OG-fokuserede virksomheder er værdiændringen -3.090 mio. kr. For de AOH-fokuserede virksomheder er værdiændringen -958 mio. kr.

Det vil således være optimalt altid at give banken medhold både i forhold til de OG-fokuserede og de AOH-fokuserede virksomheder, da bankens værditab i begge tilfælde er større end de øvrige virksomheders samlede værditab. Den samlede værdiændring ved en sådan regel bliver ligesom ovenfor -4.048 mio. kr.

#### 4.2.3.3 Industribaseret regel

Det antages her, at den forventede volatilitet på bankens aktiver ændrer sig med 1,25 procentpoint per industri, der altid får medhold overfor banken, da  $\frac{1}{8} * 10\% = 1,25\%$ . I bilag 6 fremgår det af værdiansættelse 4 og 5, at banken taber 2.466 mio. kr. i værdi, når den forventede volatilitet stiger fra 20 % til 21,25 % og yderligere 2.015 mio. kr., når den forventede volatilitet stiger fra 21,25 % til 22,5 %.

De samlede værdiændringer for de forskellige industrier er:

<b>Industri</b>	<b>ΔVæridansættelse i mio. kr.</b>
Advertising	-127
Chemical (Diversified)	-28
Cable	-2875
Aerospace/Defense	-8
Engineering/Construction	-64
Reinsurance	-8
Food Wholesalers	-877

Figur 22

Da industrien Cable er den eneste af industrierne, der oplever et højere fald i værdi end banken, vil det optimale bedømmelsesgrundlag her være en simpel regel, der altid give virksomheder i Cable-industrien modhold, og altid giver banken medhold over for de øvrige industrier. Værdiændring ved en sådan regel vil være -2.466 mio. kr. for banken og -1.112 mio. kr. for de øvrige virksomheder. Den samlede værdiændring bliver da -3.578 mio. kr.

#### 4.3 Sammenfatning

Ved afgørelse af hvorvidt tilbageholderen eller virksomhedspanthaveren skal have prioritet over skyldnerens aktiver, vil der ved anvendelse af en konkret vurdering ikke være nogen effekt på efterfølgende sager, hvorfor der ikke sker nogen samlet værdiforøgelse. Samtidig medfører den uklarhed, der er forbundet ved konkrete vurderinger, at færre forlig bliver indgået. Dette er dyrt, både for parterne, der skal afholde flere udgifter til advokater mv., og for samfundet, der skal stille domstole mv. til rådighed for de tvistende parter.

Ved afgørelse af tvister om retten til skyldnerens aktiver ud fra simple regler skabes derimod klarhed for parterne om, hvem af dem der kan forventes at vinde en eventuel retssag. Dette alene vil

betyde, at flere forlig vil blive indgået til fordel både for parterne, der spare omkostninger til advokat mv., og for samfundet, der oplever reduceret belastning på domstolssystemet.

I det fiktive univers af virksomheder og simple regler som her er blevet undersøgt, vil en regel om, at virksomheder i Cable-industrien altid kan udøve ulovfæstet tilbageholdsret over bankens gyldigt stiftede virksomhedspant, men at banken i lignende tvister mod virksomheder i de øvrige industrier altid får medhold, være den bedste simple regel.

Den nuværende retsstilling, hvor en konkret vurdering af sagens specifikke forhold spiller en central rolle i afgørelsen af tvisten, skaber således uklar mellem parterne om, hvordan deres uenighed vil blive bedømt ved en eventuel retssag. Denne uklarhed vil alt andet lige føre til, der indgås færre forlig og føres flere retssager resulterende i øgede omkostninger for parterne og for samfundet som helhed.

#### 4.4 Integreret delkonklusion

Den nuværende retsstilling, hvor der anvendes en konkret vurdering til at afgøre sagen, skaber usikkerhed mellem parterne om, hvordan en eventuel retssag vil blive bedømt, og denne usikkerhed medfører, at der indgås færre forlig end hvis retsstillingen på forhånd var helt klar og tydelig for parterne. Den nuværende retsstilling øger således virksomhedspanthavers og tilbageholdsrettighedshavers incitament til at føre retssag ved domstolene.

I det undersøgte univers af fiktive virksomheder vil en simpel regel, der dikterer, at virksomheden i Cable-industrien altid kan udøve ulovfæstet tilbageholdsret over virksomhedspanthaver, men at virksomheder i alle øvrige industrier må lade deres ulovfæstede tilbageholdsret vige for virksomhedspanthaver, være den værdioptimerende regel på samfundsplan.

Resultatet heraf er, at den nuværende retsstilling ikke sikrer en efficient resursefordeling, da de tvistende parters incitament medfører flere retssager og dermed flere omkostninger for både parterne og for samfundet. Ved anvendelse af en simpel regel ville parternes incitament til at føre sager ved domstolene mindskes, og både parterne og samfundet ville spare sagsomkostninger.

## Kapitel 5 – Konklusion og perspektivering

### 5.1 Konklusion

Muligheden for at sikre udestående fordringer ved udøvelse af panteret eller tilbageholdsret vil reducere volatiliteten på fordringerne og dermed også den forventede volatilitet på den fordringshavende virksomheds samlede aktivmasse. Herved påvirkes virksomheden

kapitalomkostninger, idet en lavere forventet volatilitet på aktivmassen betyder, at virksomheden kan optage lån med til lavere rente. De reducerede kapitalomkostninger vil alt andet lige medføre, at værdiansættelsen af virksomhedens aktionærværdi stiger. Hvor stor en ændring i værdiansættelsen den enkelte virksomhed oplever, vil afhænge af virksomhedens størrelse, strategiske fokus og den industri, som virksomheden befinder sig i.

Der kan opstilles syv betingelser, der skal være opfyldt for, at udøveren af den ulovfæstede tilbageholdsret kan få bedre ret over et aktiv end indehaveren af et ældre og efter tinglysningsloven gyldigt stiftet virksomhedspant:

1. Fordringen der ønskes præsteret består,
2. tilbageholderen er i besiddelse af aktivet,
3. der er konneksitet mellem besiddelsen og fordringen,
4. tilbageholdelsen medfører ikke et urimeligt pres,
5. det arbejde, som tilbageholderens fordring udspringer af har tilført det tilbageholdte værdi, og det af tilbageholderen krævede beløb overstiger ikke værditilførslen,
6. den af tilbageholderen udførte ydelse har været rimelig og forsvarlig og
7. ydelsen er sket ifølge regelmæssig drift efter TL § 47 c, stk. 1.

Af disse betingelser vil bedømmelsen særligt af punkt 3, 4, 6 og 7 bero på en konkret vurdering af den enkelte sags faktiske forhold.

Den nuværende retsstilling, hvor domstolene anvender en konkret vurdering af den enkelte sags faktiske forhold i deres afgørelse, mindsker parternes incitament til at indgå forlig. Anvendte domstolene i stedet en simpel regel, ville parternes incitament til at indgå forlig forøges, parterne kunne spare udgifter til advokatudgifter, og samfundet ville desuden spare udgifter til domstolssystemet. En simpel regel, hvor banken som virksomhedspanthaver får medhold, medmindre den tilbageholdende virksomhed agerer inden for Cable-industrien, vil i det opstillede univers af fiktive virksomheder være den efficiente simple regel.

## 5.2 Perspektivering

I undersøgelsen af den efficiente resursefordeling ses i afhandlingens økonomiske del kun på ændringen af virksomhedernes aktionærværdi, og det er på baggrund af disse, at den efficiente regel i kapitel 4 analyseres. Heri ligger en antagelse om, at aktionærværdi er en proxy for nytteværdi, og at den marginale nytteværdi af højere værdiansættelse er konstant og ens for de forskellige



virksomheder og deres ejere uafhængigt af, hvor meget virksomheden i forvejen er værd for ejerne. En del økonomisk og adfærdsøkonomisk forskning tyder dog på, at dette er en grov forsimpning af nyttefænomenet. F.eks. beskriver Rabin (1998)<sup>157</sup>, hvordan en persons referenceniveau eller status quo påvirker egennytteoptimeringen. Sådanne betragtning kunne være interessant at inddrage i analysen af, hvorvidt fordelingseffekten af hhv. en konkret vurdering og forskellige simple regler er optimal ud fra et samfundsnytteperspektiv.

I den integrerede analyse antages blot, at spillerne deler gevinsten ved forlig, men en nærmere analyse af parternes forligsforhandlinger og hvordan disse påvirker resursefordelingen ville være oplagt at undersøge. Særligt i kombination med en udvidelse af nyttebegrebet som nævnt ovenfor ville en sådan undersøgelse give et mere dybdegående indblik i, om parternes indgåelse af forlig medfører en efficient resursefordeling.

---

<sup>157</sup> Rabin, Matthee, 1998, Psychology and Economics. *Journal of Economic Literature* 36 (1): 11-46.

## Forkortelser

A:	Virksomhedens samlede aktiver
AOH:	Aktivernes omsætningshastighed
B:	Virksomhedens tilbageværende obligationsgæld.
CAPM:	Capital Asset Pricing Model
DO:	Virksomhedens samlede driftoverskud
$E(r_m)$ :	Det forventede afkast ved investering i hele markedet
EK:	Ordinær egenkapital
FGEAR:	Virksomhedens finansielle gearing
g:	Virksomhedens konstante vækstrate
G:	Virksomhedens gældsandel
K:	Den omkostning, som en spiller kan afholde for at videregiver sin særlige information til den anden spiller
L:	Hver spillers udgifter til advokat mv. forbundet med at føre retssag.
$n_t$ :	Den risikofrie rente for løbetiden t
NDA:	Netto driftsaktiver
NFF:	Netto finansielle forpligtigelser
NFO:	Netto finansielle omkostninger
O:	Omkostninger for samfundet ved afholdelse af retssag
OG:	Overskudsgrad
$p_1$ og $p_2$ :	Sandsynligheden for at hhv. spiller 1 eller spiller 2 får medhold ved retssag
PA:	Principal-Agent
r:	Gennemsnitlig lånerente i procent
$r_a$ :	Afkastet af det undersøgte afkast ved beregning af beta-værdien

$r_e$ :	Ejernes afkastkrav
$r_f$ :	Den risikofrie rente
$r_g$ :	De finansielle omkostninger efter skat
$r_{wacc}$ :	Virksomhedens vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger
$R_t$ :	Risikopræmien for en erhvervsobligation inkl. den risikofrie rente
RIDO:	Risidualoverskud fra driften
ROC:	Afkastet på virksomhedens netto driftsaktiver
ROIC:	Afkastet på virksomhedens netto driftsaktiver
$s_i$ :	En for spiller i mulig strategi
$s_{-i}$ :	Samtlige mulige strategier for alle spillere undtagen spiller i
SPREAD:	Forskellen mellem afkastet på virksomhedens netto driftsaktiver og den gennemsnitlige lånerente
TL:	Tinglysningsloven
U:	Det udbytte som en spiller forventer at få ved en given strategi.
$V_0^E$ :	Markedsværdien af egenkapitalen
$V_0^{EV}$ :	Summen af markedsværdien af egenkapitalen og markedsværdien af netto finansielle forpligtigelser
$V_0^{NFF}$ :	Markedsværdien af netto finansielle forpligtigelser
X:	Værdien af de aktiver, spillernes tvist omhandler
$\epsilon$ :	Virksomhedens værdiansættelse minus værdien af den fordring, der søges sikkerhed for
$\sigma$ :	Den forventede årlige volatilitet på virksomhedens aktiver

## Anvendte love og forarbejder

### Love

Bekendtgørelse af lov om rettens pleje, lov nr. 938 af 10/09/2019 som ændret ved lov nr. 349 af 02/04/2020.

Loven er løbende tilgået i konsolideret form via Karnovs hjemmeside:

<https://pro.karnovgroup.dk/document/7000850122/1>.

Bekendtgørelse af selskabsskatteloven, lov nr. 1164 af 06/09/2016 med senere ændringer lov nr. 1557 af 13/12/2016, lov nr. 688 af 08/06/2017, lov nr. 1555 af 19/12/2017, lov nr. 1683 af 26/12/2017, lov nr. 725 af 08/06/2018, lov nr. 1130 af 11/09/2018, lov nr. 1703 af 27/12/2018, lov nr. 1726 af 27/12/2018, lov nr. 1729 af 27/12/2018, lov nr. 84 af 30/01/2019, lov nr. 270 af 26/03/2019, lov nr. 324 af 30/03/2019, lov nr. 1567 af 27/12/2019, lov nr. 1576 af 27/12/2019 og lov nr. 1577 af 27/12/2019.

Loven er tilgået i konsolideret form via Karnovs hjemmeside:

<https://pro.karnovgroup.dk/document/7000847016/1>.

Bekendtgørelse af konkursloven, lov nr. 11 af 06/04/2016 med senere ændringer lov nr. 84 af 28/01/2014, lov nr. 37 af 25/06/2014, lov nr. 573 af 04/05/2015, lov nr. 550 af 30/05/2017, lov nr. 1555 af 19/12/2017 og lov nr. 58 af 30/01/2018.

Loven er løbende tilgået i konsolideret form via Karnovs hjemmeside:

[https://pro.karnovgroup.dk/document/7000832240/1#LBKG201411\\_P1](https://pro.karnovgroup.dk/document/7000832240/1#LBKG201411_P1).

Bekendtgørelse af lov om tinglysning (tinglysningsloven), lov nr. 1075 af 30/09/2014 med senere ændringer lov nr. 573 af 04/05/2015, lov nr. 580 af 04/05/2015, lov nr. 1721 af 27/12/2016, lov nr. 80 af 24/01/2017, lov nr. 550 af 30/05/2017 og lov nr. 1722 af 27/12/2018.

Loven er løbende tilgået i konsolideret form via Karnovs hjemmeside:

<https://pro.karnovgroup.dk/document/7000832239/1>.

### Forarbejder

Folketingstidende 2004-05 (2. samling) Tillæg A, side 7360-7443. Forslag til Lov om ændring af tinglysningsloven, konkursloven og andre love (virksomhedspant), Bemærkninger til lovforslaget.

Retsudvalget, Samling 2004-05 (2. samling). L 162, Forslag til lov om ændring af tinglysningsloven, konkursloven og andre love. Besvarelse af spørgsmål nr. 19 af 08/06/2005 fra Folketingets Retsudvalg.

Retsudvalget, Samling 2004-05 (2. samling). L 162 Forslag til lov om ændring af tinglysningloven, konkursloven og andre love. Besvarelse af spørgsmål nr. 13 af 02/06/2005 fra Folketingets Retsudvalg

Retsudvalget, Samling 2004-05 (2. samling). L 162 Forslag til lov om ændring af tinglysningloven, konkursloven og andre love, Bilag 16, henvendelse af 08/06/2005 fra HTS.

Retsudvalget, Samling 2004-05 (2. samling). L 162 Forslag til lov om ændring af tinglysningloven, konkursloven og andre love, Bilag 10, henvendelse af 01/06/2005 fra HTS.

Retsudvalgets betænkning af 25/04/2013 over Forslag til lov om ændring af lov om retsafgifter, tinglysningsafgiftsloven og lov om tinglysning.

Betænkning nr. 1459/2005 om virksomhedspant afgivet af et udvalg under Justitsministeriet den 23. februar 2005

## Retspraksis

UfR 2014.3239 V, Carsten Noer A/S under konkurs mod ESA Trucks Poznan Sp. Z.o.o., Vestre Landsrets dom af 2. juli 2014.

UfR 2014.1458 H, DSV & Sea A/S (tidl. Baltship A/S og før det Seatainers A/S) mod Spar Nord Bank A/S, Højesterets dom af 12. februar 2014.

UfR 2012.352 V, BaltShip A/S (tidl. Seatainers A/S) mod Unitpartner A/S, Vestre Landsrets dom af 12. oktober 2011.

UfR 2010.1793 Ø, Bech-Bruun Advokatfirma mod Bridema A/S under konkurs, Østre Landsrets dom af 5. marts 2010.

UfR 2002.1312 V, K. Søndergaards Eftf. ApS mod GE Capital Woodchester A/S, Vestre Landsrets dom af 20. marts 2002.

UfR 1998.781 Ø, Karl Rytte Jensen mod Svalgaard Grafik A/S u/konkurs, Østre Landsrets dom af 18 februar 1998.

UfR 1997.219 Ø, advokat Just Justesen mod Revisionsfirmaet Egon Larsen ApS, Østre Landsrets dom af 5. november 1996.

UfR 1990.407 V, Nonbo Auto & Traktorværksted ApS mod A/S Hadsund Maskinforretning, Vestre Landsrets dom af 23. februar 1990.

UfR 1982.1184 V, Bent Tønder mod Jørgen Nyborg Automobile ApS, Vestre Landsrets dom af 24. september 1982.

UfR 1982.1042 V, Frede Andersen mod Preben Christensen, Vestre Landsrets dom af 15. juli 1982.

UfR 1981.141 V Arne Andersens konkursbo mod landsretssagfører Pagter Kristensen, Vestre Landsrets dom af 31. oktober 1980.

UfR 1973.229 Ø, Distriktstoldkammer 1 mod advokat S.H. Jonsson, Østre Landsrets dom af 9. november 1972.

## Litteraturliste

### Bøger

Andersen, Lennert Lyng og Werlauff, Erik, 2014. *Kreditretten*. København: Karnov Group Denmark, 6. udgave.

Andersen, Mads Bryde og Lookofsky, Joseph, 2015. *Lærebog i obligationsrets I – Ydelsen Beføjelser*. København: Karnov Group, 4. udgave.

Baird, Douglas G., Gertner, Robert H. og Picker, Randal C. 1994. *Game Theory and the Law*. United States of America: Harvard University Press.

Bang-Petersen, Ulrik Rammeskov, Petersen, Lars Lindencrone og Spanggaard, Thorvald, 2008. *Virksomhedspant*. København: Forlaget Thomson, 1. udgave, side 57.

Blume, Peter, 2016. *Retssystemet og juridisk metode*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 3. udgave.

Brealey, Richard A., Myers, Stewart C., Marcus, Alan J., 2018. *Fundamentals of Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill Education, 9. udgave.

Christensen, Michael, 2019. *Obligationsinvestering. Teori og praktisk anvendelse*. København: Djøf Forlag, 9. udgave.

Dutta, Prajit K., 1999. *Strategies and Games. Theory and Practice*. Massachusetts: The MIT Press.

- Eide, Erling og Staaving, Endre, 2008. *Rettsøkonomi*. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.
- Hillier, David, Clacher, Iain, Ross, Stephen, Westerfield, Randolph og Jordan, Bradford, 2014. *Fundamentals of Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill Education, Second European Edition.
- Iversen, Bent, Kristensen, Lars Hedegaard og Madsen, Lars Henrik Gam, 2015. *Panteret*. København: Karnov Group, 5. udgave.
- Jeppesen, Kim Klarskov, 2012. *Regnskaber og postmoderne ontologi*. I Claus Nygaard (red.), 2012. *Samfundsvidenskabelige analysemetoder* (s. 147-169). Frederiksberg: Samfundslitteratur, 2. udgave.
- Knudsen, Christian, 1994. *Økonomisk metodologi – bind 1*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2. udgave.
- Mortensen, Peter, 2009. *Tingsretten – tredjemandskonflikter vedrørende løsøre*. København: Karnov Group, 2. udgave.
- Petersen, Christian, Plenborg, Thomas og Kinserdal, Finn, 2017. *Financial Statement Analysis, Valuation – Credit analysis – Performance Evaluation*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Sørensen, Ole, 2012. *Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang*. København: Ole Sørensen og Gjellerup/Gads forlag, 4. udgave.
- Tvarnø, Christina D. og Nielsen, Ruth, 2017. *Retskilder og retsteorier*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 5. udgave.
- Zimmerman, Jerold L., 2017. *Accounting for Decision Making and Control*. New York: McGraw-Hill Education, International Edition.

#### Artikler

- Bang-Pedersen, Ulrik Rammeskov, 2017. Etableringen af virksomhedspant ved ejerpantebrev: En fuser? *Ugeskrift for Retsvæsen* UfR 2017B.44: 44-47.
- Dempsey, Michael J., 2013. The Capital Pricing Model (CAPM): The History of a Failed Revolutionary Idea in Finance? *Abacus* 49: 7-23. Hentet d. 31-03-2020 fra [www.onlinelibrary.wiley.com](http://www.onlinelibrary.wiley.com).

Gregory, Hua og Tharyan, 2018. In Search of Beta. *British Accounting Review* 50: 425-441.  
Hentet d. 31-03-2020 fra [www.sciencedirect.com](http://www.sciencedirect.com).

Madsen, Lars Henrik Gam, 2017. Ejerpantebrevets retsstilling ved virksomhedspant – særligt om den primære pantavers beskyttelse. *Ugeskrift for Retsvæsen* UfR 2017B.163: 163-171.

Madsen, Lars Henrik Gam, 2017. Ejerpantebreve g virksomhedspant – en undersøgelse af de udstedte ejerpantebreve. *Ugeskrift for Retsvæsen* UfR 2017B.243: 243-251.

Nørtoft, Magnus, 2019. Faktaark om dansk økonomi. *Danmarks statistik*. Hentet d. 31-03-2020 fra: <https://www.dst.dk/da/Statistik/bagtal/2019/2019-03-29-faktaark-om-dansk-oekonomi>.

Rabin, Matthew, 1998. Psychology and Economics. *Journal of Economic Literature* 36 (1): 11-46.

#### Datasæt

Damodaran, Aswath, Beta Data: Guide to Spreadsheet, tilgået d. 02-04-2020 fra: <https://www.youtube.com/watch?v=rxmttgceSjg&feature=youtu.be>

Damodaran, Aswath, EVA and Equity EVA by Industry, hentet d. 06-04-2020 fra [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datacurrent.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html)

Damodaran, Aswath, Levered and Unlevered Betas by Industry, Europe, hentet d. 02-04-2020 fra [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datacurrent.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html)

Damodaran, Aswath, Operating and Net Margins by Industry Sector, hentet d. 06-04-2020 fra [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datacurrent.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html)

Damodaran, Aswath, Variables used in Data Sets, hentet d. 06-04-2020 fra [http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/variable.htm](http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/variable.htm)

Danmarks Nationalbank, 2020, Resultat af auktioner over statsobligationer 2020, hentet d. 31-03-2020 fra <http://www.nationalbanken.dk/da/statsgaeld/Auktionerogudstedelser/Sider/Auktionsresultater---Statsobligationer.aspx>.

Nasdaq's historiske prisinformation for OMXC20CAP, hentet d. 31-03-2020 fra [http://www.nasdaqomxnordic.com/indexes/historical\\_prices?Instrument=DK0060368991](http://www.nasdaqomxnordic.com/indexes/historical_prices?Instrument=DK0060368991).