



Handelshögskolan
VID GÖTEBORGS UNIVERSITET

SAKRÄTTSLIGT SKYDD VID STRUKTURERAD FINANSIERING

- Särskilt om betydelsen av kravet på rådighetsavskärning för borgenärsskydd vid en helsvensk värdepapperiseringsstruktur

Handelshögskolan vid Göteborgs universitet
Juridiska institutionen

Programmet för juris kandidatexamen
Uppsats för tillämpade studier, 30 hp
Vt 2011

Författare:
Lorena Bokberg

Handledare:
Professor Rolf Dotevall

Ämnesområde:
Bank- och finansrätt, Krediträtt, Sakrätt

Förord

Jag vill rikta ett stort tack till alla de personer som på något sätt har bidragit till färdigställandet av mitt examensarbete.

Ett särskilt varmt tack vill jag rikta till min handledare professor Rolf Dotevall som bidragit med vägledning, berikande diskussioner och stimulerande samtal samt kontinuerligt givit värdefulla synpunkter på mitt arbete.

Jag vill även rikta ett innerligt tack till Olof Stenström och Mattias Lampe, verksamma som delägare på Mannheimer Swartling Advokatbyrå, som vid uppsatsens initialskede uppmärksammade mig på ett intressant och praktiskt aktuellt uppsatsämne och därefter funnits tillgängliga för givande samtal och övrig vägledning.

Ett hjärtligt tack riktas till Jur Dr Erica Johansson, verksam som delägare vid Delphi Advokatbyrå, som uppmärksammat mig på praktiskt intressanta och relevanta frågeställningar.

Jag vill även rikta ett stort tack till Claes Martinson, Jur Dr och Docent i Civilrätt vid Handelshögskolan, Göteborgs universitet som inspirerat mig till att utforska det sakrättsliga området och bidragit med flertalet skarpsinniga infallsvinklar.

Slutligen vill jag framhålla min tacksamhet gentemot min familj och vänner som under hela min studietid visat prov på stor tålmodighet och oerhört gott hjärta.

Tack!

Göteborg i juli 2011

Lorena Bokberg

Sammanfattning

Värdepapperisering som utgör den svenska översättningen av den amerikanska termen securitization (eng. securitisation) betecknar en finansierings- och refinansieringsteknik med syfte att omvandla en tillgång till ett värdepapper. Värdepapperisering, i den mening som avses inom ramen för förevarande framställning, åsyftar en specialiserad finansieringsform där relativt homogena tillgångar säljs till en juridisk person vars syfte är begränsat till att äga fordringarna samt emittera obligationer eller liknande värdepapper för sin finansiering. Finansieringsformen har tillämpats under närmare tre decennier i USA och i England men har på senare år även i Sverige vunnit gehör och kommit att bli en naturlig och väl accepterad finansieringsform varför framställningen tar sin utgångspunkt i helsvensk värdepapperisering, d.v.s., sådan värdepapperisering som genomförs med ett svenskt specialbolag och med tillämpning av svensk rätt.

Framställning konstaterar initialt att det sakrättsliga området är det som i praktiken föranleder de huvudsakliga problemen vid anlitaandet av värdepapperisering emedan finansieringsformen innebär att en stor mängd fordringar överläts. Specialföretagets uppnående av sakrättsligt skydd är för investerarna i de emitterade värdepappren av väsentlig betydelse då de underliggande fordringarna i regel utgör specialföretagets enda tillgång. Sådant sakrättsligt skydd som fordras i det fall den överlåtande originatorn skulle komma att hamna på obestånd och dess borgenärer göra anspråk på fordringarna uppnås på olika sätt beroende på om det är fråga om löpande eller enkla skuldebrev. Består fordringsstocken av löpande skuldebrev skall de traderas till specialföretaget, vilket förefaller otympligt i de fall originatorn fungerar som förvärvarens serviceföretag och har ett behov av att ha tillgång till fordringarna i stocken, t.ex. för inrivningsåtgärder. Är det istället fråga om enkla skuldebrev utgör denuntiation nödvändigt sakrättsmomentet, vilket även det för originatorn i rollen som administrator föranleder praktiska brydsamheter då denne önskar ha en fortlöpande bekymmerfri kundkontakt med de ursprungliga gäldenärerna. Genom det numera välkända Obligentia-fallen, NJA 1995 s. 367 I och II, har frågan om huruvida sakrättsligt skydd kan uppnås vid ett sådant förfarande besvarats jakande. Praxis i kombination med Skuldebrevslagens undantagsbestämmelse för bank, kreditmarknadsföretag eller värdepappersinstitut medger att det inte förefaller finnas några sakrättsliga hinder mot att värdepapperisera skuldebrev och låta överlåtaren, originatorn, administrera det hela under förutsättning att de berörda gäldenärerna korrekt denuntieras.

Det problem som framställningen huvudsakligen belyser är följaktligen situationen att originatorn inom ramen för en helsvensk värdepapperiseringsstruktur inträder i rollen som administrator och därmedst fortlöpande efter överlåtelsen har kvar viss rådighet över de överlåtna tillgångarna. Rättsfrågan som besvaras är sålunda huruvida det här förehavandet kan komma att inverka på specialföretagets uppnående av sakrättsligt skydd och följaktligen under vilka förutsättningar förvärvaren är skyddad mot att egendomen tas i anspråk för överlåtarens gäld. Sammantaget påvisar framställningen att ett förvärv på förhand ingalunda kan göras sakrättsligt oklanderligt. Genom beaktande av kravet på rådighetsavskärning är det emellertid möjligt att minimera risken för att specialföretagets förvärv inom ramen för en värdepapperiseringsstruktur i efterhand klandras och sedermera ogillas till förmån för originatorns borgenärer.

Innehållsförteckning

FÖRORD	2
SAMMANFATTNING	3
INNEHÅLLSFÖRTECKNING	4
FÖRKORTNINGAR	6
1 INLEDNING	7
1.1 ÄMNESPRESENTATION OCH PROBLEMFÖRMULERING	7
1.2 SYFTE	9
1.3 METOD OCH MATERIAL	9
1.4 AVGRÄNSNING	10
1.5 DISPOSITION	11
2 BAKGRUND	12
2.1 VÄRDEPAPPERISERING – SECURITISATION	12
2.1.1 Allmän definition av värdepapperisering	13
2.2 FINANSKRISEN – DÅ VERKTYG BLEV VAPEN	14
2.3 VÄRDEPAPPERISERINGENS UTVECKLING I SVERIGE	17
2.3.1 Helsvensk värdepapperisering	18
3 STRUKTURERAD FINANSIERING	19
3.1 VÄRDEPAPPERISERING SOM FINANSIERINGSFORM	19
3.1.1 Grundstruktur av värdepapperiseringsprocessen	19
3.1.2 Motiv för att genomföra värdepapperisering	21
3.1.2.1 Ur originatorns perspektiv	21
3.2.2.2 Ur investerarnas perspektiv	22
3.2.3 Värdepapperiseringens baksida	23
3.3 VÄRDEPAPPERISERINGENS LIKANDE FINANSIELLA KONSTRUKTIONER	24
3.3.1 Hypoteksbolag	24
3.3.2 Factoring	24
3.3.3 Leasing	26
3.3.4 Säkerställda obligationer	27
4 RÄTTSLIG REGLERING AV ÖVERLÅTELSE AV TILLGÅNGAR INOM RAMEN FÖR EN VÄRDEPAPPERISERING	29
4.1 REGELVERK VID STRUKTURERING AV EN SVENSK VÄRDEPAPPERISERING	29
4.1.1 Kapitaltäckningskravet	30
4.1.2 Originatorns överlåtelse av fordringar	30
4.1.2.1 Överlåtelse av enkla skuldebrev	30
4.1.2.2 Överlåtelse av löpande skuldebrev	31
4.1.2.3 Överlåtelse av konsumentkrediter	31
4.1.2.4 Överlåtelse av bostadskrediter	31
4.1.3 Specialföretagets förvärv av tillgångar	32
4.1.4 Investerarnas ställning och rätt till information	33
5 KRAVET PÅ RÅDIGHETSAVSKÄRANDE INOM SVENSK SAKRÄTT	34
5.1 SAKRÄTTSLIGT SKYDD	34
5.1.1 Syftet med de sakrättsliga momenten för borgenärsskydd	35
5.1.2 Köparens skydd mot säljarens borgenärer	36
5.1.2.1 Vid tradition – Traditionsprincipen	36
5.1.2.2 Vid denuntiation – Denuntiationsprincipen	36
5.1.2.3 Vid avtalet – Avtalsprincipen	36
5.1.2.4 Specialfall – Registrering och märkning	37
5.1.3 Aktiv och passiv betalningslegitimation	37
5.1.4 Förfogandelegitimation	38
5.1.5 Mottagandelegitimation	38
5.2 RÅDIGHETSAVSKÄRANDETS BETYDELSE FÖR SAKRÄTTSLIGT SKYDD	39

5.2.1 Innebörden av begreppet rådighet och kravet på rådighetsavskärandet	39
5.2.2 NJA 1995 s. 367 I och II	40
5.2.2.1 Rådighetsken	43
5.2.2.2 Avskuren legitimation för uppnående av borgenärsskydd	44
5.2.3 Rådighetsavskärande vid tradition som sakrättsligt moment.....	44
5.2.3.1 Allmänt om tradition som sakrättsligt moment	44
5.2.3.2 Löpande skuldebrev	45
5.2.3.3 Kravet på rådighetsavskärande vid tradition	46
5.2.3.3.1 Tillfällig besittning	47
5.2.3.3.2 Publicitet.....	47
5.2.4 Rådighetsavskärande vid denuntiation som sakrättsligt moment	48
5.2.4.1 Allmänt om denuntiation som sakrättsligt moment	48
5.2.4.2 Enkla skuldebrev	48
5.2.4.3 Kravet på rådighetsavskärande	49
5.2.4.3.1 Publicitet.....	50
5.3 EN FUNKTIONELL SYN PÅ RÅDIGHETSAVSKÄRANDET	50
5.3.1 Tre pelare.....	51
6 ORIGINATORN SOM ADMINISTRATOR.....	52
6.1 ADMINISTRATIONEN	52
6.1.1 True-sale problematiken	52
6.1.1.1 Gränsdragning mellan omsättningsöverlåtelse och säkerhetsöverlåtelse	53
6.1.2 Originatorns praktiska åtaganden som administrator	55
6.1.3 Alternativ administration.....	56
7 GENOMFÖRDA HELSVENSKA VÄRDEPAPPERISERINGAR.....	58
7.1 ALLMÄNT OM HELSVENSKA VÄRDEPAPPERISERINGAR	58
7.2 ÄGANDESTRUKTURER.....	58
7.2.1 Framtiden Public Housing Finance.....	58
7.2.1.1 Företagsfakta	59
7.2.1.1.1 Finansieringsprogram	59
7.2.1.2 Transaktionsstruktur.....	59
7.2.2 Fysikhuset Stockholm KB.....	60
7.2.2.1 Företagsfakta	60
7.2.2.2 Transaktionsstruktur.....	60
7.2.3 Svensk Hypotekspension AB.....	61
7.2.3.1 Företagsfakta	61
7.2.3.2 Transaktionsstruktur.....	62
7.2.4 Ägandestrukturens inverkan vid händelse av konkurs	63
7.3 PROGNOIS ÖVER VÄRDEPAPPERISERINGENS UTVECKLING I SVERIGE.....	63
7.3.1 Prognostisering över eventuella förändringsbehov.....	64
8 AVSLUTNING.....	66
SLUTORD	69
KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING.....	71

Förkortningar

a.a.	anfört arbete
A.a. s.	anfört arbete sidan
ABS	Asset Backed Securitisation
a.prop.	anförd proposition
art.	artikel
a.st.	anfört ställe
AvtL	Lag (1915:218) om avtal och andra rättshandlingar på förmögenhetsrättens område
DD	Due Diligence
DPP	Deferred purchase price
Ds	Departementsserien
f.	följande sida
ff.	(och) följande sidor
FFFS	Finansinspektionens författningssamling
HD	Högsta domstolen
Ibid.	Ibidem.
JT	Juridisk Tidskrift vid Stockholms universitet
KKrL	Konsumentkreditlagen (1992:830)
KonkL	Konkurslag (1987:672)
MBS	Mortgage Backed Securitisation
NJA	Nytt juridiskt arkiv, avdelning I
NJA II	Nytt juridiskt arkiv, avdelning 11
Kap.	kapitel
KonkL	Konkurslag (1987:672)
NJA	Nytt Juridiskt Arkiv
p.	punkt (i förekommande fall, vid hänvisningar till lagrum i betydelsen ”mening”)
prop.	Regeringens proposition
s.	sida
SFS	Svensk författningssamling
SOU	Statens offentliga utredningar
st.	stycke
SvJT	Svensk Juristtidning
uppl.	Upplaga
SPC	Special Purpose Company
SPE	Special Purpose Entity
SPV	Special Purpose Vehicle
SkbrL	Lag (1936:81) om skuldebrev
SOU	Statens offentliga utredningar
SvJT	Svensk Juristtidning

1 Inledning

1.1 Ämnespresentation och problemformulering

Varje verksamt företag på den svenska marknaden önskar troligtvis frigöra kapital, bredda valbara finansieringskällor, förbilliga kapitalanskaffning samt ge upphov till att investerare erhåller bättre riskspridning. Det finns ett otaligt antal finansieringsformer att tillgå för att uppnå något av angivna önskemål men ett ytterst begränsat fåtal som ensamt uppfyller samtliga, en sådan är värdepapperisering. Förenklat kan värdepapperisering sägas utgöra en finansieringsteknik som innebär att en tillgångsmassa ompaketeras och erbjuds den öppna marknaden i form av värdepapper. Förekomsten av värdepapperisering varierar mellan olika länder beroende på de finansiella marknadernas struktur i kombination med hur lämpliga regelverken i de enskilda länderna är för värdepapperiseringen. I ett flertal länder har lagstiftningen anpassats efter värdepapperisering och särskilda regler för hur transaktionerna skall utformas har införts. I Sverige finns däremot inga uttryckliga regler som reglerar värdepapperisering varför generell avtals-, kredit-, bolags- och insolvensrättsliga regler och föreskrifter kontinuerligt nödgas tas i beaktande.

Till följd av finanskrisen har finansieringsformen värdepapperisering som innebär en relativt omständlig och kostsam procedur fått sig en rejäl törn. Många finansiella experter världen över menar inte desto mindre att finansieringsformen genom att grundtanken är i det närmaste genial kommer att återhämta sig i takt med att marknaden successivt gör så. Internationellt och speciellt i USA och Storbritannien var värdepapperisering innan finanskrisen en av de vanligast tillämpade strukturerade finansieringsformerna. På den svenska marknaden har emellertid en sådan tillämpning länge lyst med sin frånvaro och endast ett fåtal helsvenska värdepapperiseringsstrukturer har genomförts. En anledning till den bristande tillämpningen skulle kunna vara att en värdepapperisering tenderar att balansera på gränsen mellan försäljning och lån vilket i praktiken föranleder en del problem, inte minst sakrättsliga. En värdepapperisering kräver aktiv finansiell och juridisk strukturering och för att den skall bli sakrättsligt giltig, inte enbart mellan parterna utan även gentemot tredje man, krävs att försäljningen av tillgångsportföljen till specialföretaget karakteriseras som ett omsättningsköp, en s.k. *true-sale*.

Sakrättsliga spörsmål har under en lång följd av år tilldragit stort intresse i den juridiska debatten. Då lösningar på sakrättsliga problem inte sällan får direkta återverkningar på utformningen av kreditavtal och finansiella konstruktioner är de av största betydelse för affärlivet. Många sakrättsproblem visar sig emellertid svårlösta. Skäl kan ofta ges såväl för som emot en viss lösning av en isolerad sakrättslig konflikt. Det primära syftet med sakrättsliga regler är att de skall motverka skentransaktioner och att andra för borgenärer svikliga handlingar undvikas men därtill även att de skall symbolisera en viss uppoffring.¹ Eftersom värdepapperiseringar innebär att en stor mängd fordringar överläts kan de

¹ Att det primära syftet med sakrättsliga moment för borgenärsskydd är att förhindra borgenärsbedrägerier framgår särskilt tydligt av NJA 1995 s. 367. Jfr även NJA 1998 s. 545.

sakrättsliga reglerna medföra omfattande praktiska problem. Sakrättsligt skydd mot en fordringsöverlåtares borgenärer uppnås nämligen på olika sätt beroende på om det är fråga om löpande eller enkla skuldebrev.² Består fordringsstocken av löpande skuldebrev skall de *traderas* till specialföretaget, vilket förefaller otympligt i de fall originatorn fungerar som serviceföretag och har ett behov av att ha tillgång till fordringarna i stocken, t.ex. för indrivningsåtgärder. Är det istället fråga om enkla skuldebrev kan den praktiska hanteringen vid en första anblick felaktigt förefalla enklare. Då en sådan transaktion istället påfordrar att de aktuella gäldenärerna *denuntieras* om överlåtelsen förefaller situationen inte sällan missvisande enkel då andra praktiskt viktiga aspekter såsom bibehållet kundförtroende generellt försummas.

Inom ramen för svensk sakrätt krävs, för uppnående av borgenärsskydd, principiellt att en överlåtares rådighet över det överlåtna har avskurits. Det utgör emellertid inte ett absolut krav. Högsta domstolen har i ett antal domar erkänt sakrättsligt skydd trots att överlåtaren haft kvar viss rådighet över egendomen i fråga. I praktiken förefaller det följaktligen tämligen oklart vart gränsen går och hur mycket rådighet en överlåtare därmed kan tillåtas ha kvar utan att det torde inverka på förvärvarens uppnående av sakrättsligt skydd. Med anledning av att det däremot inte är nödvändigt att förvärvaren erhållit egen, självständig rådighet kan kravet på rådighetsövergång vid, i alla fall, tradition anses ha förändrats till ett krav på rådighetsavskärande. Under senare år har det i praxis emellertid även kunnat utmönstras en tendens av uppluckrande av kravet på rådighetsavskärande. Utvecklingen i den riktningen initierades med Obligentia-fallen³, och praxis har sedan dess utökats med nya rättsfall vilka ställer sig frågande till rådighetsavskärandets betydelse som sakrättsligt moment. Borgenärsskyddsreglerna framstår inte sällan som komplicerade och svårbegripliga, framställningen avser därför att undersöka och utreda vad som i borgenärshänseende närmare skall förstås med *rådighet* och *rådighetsavskärande* samt hur det sistnämnda uppnås och sedermera upprätthålles inom ramen för en helsvensk värdepapperiseringsstruktur.

De fordringar som ett specialföretag förvärvar är i regel specialföretagets enda tillgång. Det är av den anledningen av stor betydelse för investerarna att specialföretaget erhåller sakrättsligt skydd för de fordringar som förvärvas. I det fall en originator skulle komma att hamna på obestånd och dess borgenärer göra anspråk på fordringarna riskerar investerarnas placering i specialföretagets obligationer att förlora sitt värde, varför uppnående av sakrättsligt skydd är av största vikt.⁴ Det juridiska sakläge som förevarande framställning avser belysa är följaktligen, situationen inom ramen för en helsvensk värdepapperiseringsstruktur då originatorn inträder i rollen som administrator och därmed fortlopande efter överlåtelsen har kvar viss rådighet över de överlåtna tillgångarna. Frågan att besvara blir följaktligen huruvida förehavandet kan komma att ge upphov till att

² Vilken typ av fordringar som utgör löpande respektive enkla skuldebrev beskrivs utförligt i avsnitt 5 *Kravet på rådighetsavskärande inom svensk sakrätt*.

³ NJA 1995 s. 367 I och II.

⁴ Det torde särskilt gälla då specialföretag inte sällan har ett litet eget kapital i förhållande till sin balansomslutning.

förvärvaren (specialföretaget) inte anses ha uppnått sakrättsligt skydd vid händelse av originatorns konkurs.

1.2 Syfte

Förevarande framställning syftar till att utgöra ett konstruktivt projekt genom att behandla och utreda hur kravet på rådighetsavskärande praktiskt påverkar specialföretagets uppnående av borgenärsskydd i förhållande till originatorns borgenärer, inom ramen för en helsvensk värdepapperiseringsstruktur. Framställningen har följaktligen för avsikt att undersöka de erforderliga sakrättsmoment som aktualiseras inom ramen för en helsvensk värdepapperisering, varav fokus ligger på att adressera problematiken kring rådighetsavskärande och därigenom belysa vikten av att överlåtelsen erhåller sakrättsligt skydd gentemot originatorns borgenärer.

Svensk rätt med strikta sakrättsliga moment är klart säreget på det sakrättsliga området i förhållande till exempelvis anglosaxisk rätt. Genom att klargöra det svenska rättsläget är framställningen tänkt att undersöka och redogöra för innebörden av rådighetsavskärande och på så vis bringa klarhet i de allt mer uppluckrade kraven på rådighetsavskärande som gör sig gällande i praxis. Medelst överlåtaren (originatorn) ikläder sig rollen som administrator av förvärvarens (specialföretagets) förvärvade tillgångar och därmed alltså efter överlåtelsen besitter viss fysisk rådighet, uppstår sakrättsliga frågeställningar som har att göra med att finansiären önskar erhålla betryggande säkerhet. Genom att utröna under vilka förutsättningar ett förvärv mot överlåtarens borgenärer står sig är framställningen tänkt att bemöta sådana sakrättsliga frågeställningar. Med utgångspunkt i det angivna syfte är den huvudsakliga frågeställningen som följaktligen aktualiseras:

- *I vilken utsträckning kan originatorn inom ramen för en helsvensk värdepapperiseringsstruktur ha kvar rådighet över överlåtna tillgångar utan att det inverkar på specialföretagets uppnående av sakrättsligt skydd?*

1.3 Metod och material

Metoden som använts vid genomförandet av förevarande framställning är traditionell, ofta kallad rättsdogmatisk, juridisk metod. Gällande rätt har således sökt klargöras genom att företa undersökning av lagstiftning, förarbeten, rättspraxis och doktrin. Utgångspunkt har tagits i tillgängligt svenskt underlag men vägledning har även sökts i internationellt material. I syfte att kunna presentera en rättvisande bild av ämnets praktiska tillämpning har vidare yrkesverksamma specialister konsulterats med vilka intervjuer och informationsmöten genomförts. Information som är av särskild betydelse för framställningen presenteras fortlöpande.

1.4 Avgränsning

Framställningen behandlar strukturerad finansiering genom helsvensk värdepapperisering d.v.s., sådan värdepapperisering som genomförs med ett svenskt specialbolag och med tillämpning av svensk rätt. Liknande finansieringsformer kommer endast att, i illustrativt syfte, behandlas översiktligt. Med anledning av att utredningar om bättre förutsättningar för genomförande av värdepapperisering i Sverige har företagits sedan början av år 1994 är syftet med framställningen inte att presentera ytterligare en rapport över de allmänna förutsättningarna för att genomföra värdepapperisering i Sverige. Ur den aspekten är det istället fullt tillräckligt att stanna vid konstaterandet att det numera är möjligt att tillfullo genomföra transaktionen i Sverige, till trots att det sällan finns några särskilda argument som uttryckligen talar för det. Framställningen syftar sålunda inte till att utgöra en allmän handbok över ämnesområdet utan avser förevisa en fördjupad studie inom ett avgränsat område som i praktiken ger upphov till frågeställningar, nämligen hur sakrättsligt skydd för specialföretaget gentemot originatorns borgenärer uppkommer. Framställningen avser således inte att heltäckande redogöra för eventuell problematik med anledning av strukturerad finansiering genom helsvensk värdepapperisering utan är begränsad till att i huvudsak beröra sakrättsliga spørsmål. Rättsfrågan är speciellt fokuserad på att behandla olika aspekter av rådighetsavskärande inom ramen för en värdepapperiseringsstruktur och avser att utreda originatorns roll som administrator av specialbolagets tillgångar.

Skattekonsekvenser är alltid av central natur vid företagande av transaktioner, men syftet med en värdepapperisering är primärt vanligtvis inte att uppnå skattefördelar. Trots att skatterättsliga frågor inom ramen för en värdepapperisering är många och komplexa framgår det av förarbeten att det inte funnits tillräckliga skäl för att anpassa gällande lagbestämmelser,⁵ de skattefrågor som uppstår vid en värdepapperisering bedöms således istället utifrån generella skatterättsliga principer. En redovisning av sådana skatterättsliga regler och principer faller utanför ramen för den här framställningen. Även de skatterättsliga konsekvenserna som en helsvensk värdepapperisering ger upphov till kommer att lämnas utan avseende och vidare skall inte heller redovisningsrättsliga aspekter beaktas.

Borgenärens inbördes förhållanden påverkar inte sällan gäldenärer indirekt men gäldenärernas rättsställning utgör inte det primära målet för den här framställningen. Investerarnas rättsliga förhållande till specialbolaget tangeras emedan sådant påverkas av bolagets sakrättsliga skydd gentemot originatorns borgenärer. Framställningen kommer, i syfte att ge en helhetlig bild, såväl att beröra enkla som löpande skuldebrev som underliggande tillgångar. Behandling av personuppgifter genomförs i den utsträckning som det anses nödvändigt för framställningen. Framställningen avser inte att belysa utformningen av värdepapper annat än genom att beröra portföljen av underliggande tillgångar som sådan, någon vidare redogörelse för den praktiska emitteringen på marknaden ges därför inte.

⁵ Se bl.a. Prop. 2000/01:19 samt Ds 1998:71.

Med anledning av att framställningen avser behandla hur förvärvaren genom beaktande av kravet på rådighetsavskärande, inom ramen för en helsvensk värdepapperiseringsstruktur, uppnår borgenärsskydd skall inte eventuellt efterföljande insolvensförfarande behandlas. Regelverket som omgärdar obeståndssituationen och därtill reglerna om återvinning faller följaktligen utanför framställningen.

1.5 Disposition

Framställningen inleds med att kapitel 2 *Bakgrund* förevisar en allmän bakgrund till värdepapperisering som finansieringsform samt en kortfattad överblick över utvecklingen på den internationella och den nationella marknaden för värdepapperisering som finansieringsform. Syftet med avsnittet är att ge läsaren ett allmänt såväl historiskt som nutida perspektiv av värdepapperisering. Kapitlet inbegriper även ett tvärsnitt om finanskrisen eftersom det i förekommande fall var den som fick gemene man att öppna upp ögonen för värdepapperisering och till viss del få förståelse för ompaketerade produkter med ständigt nya namn. Därefter följer kapitel 3 *Strukturerad finansiering* som syftar till att presentera ett mer konkretiserat perspektiv av värdepapperisering genom att belysa de främsta motiven till varför transaktionerna generellt genomförs, hur de i praktiken går till samt vilka liknande finansiella konstruktioner som står till buds. Kapitlet följs av 4 *Rättslig reglering av överlåtelse av tillgångar inom ramen för en värdepapperisering*, vilket berör regelverk vid strukturering av en helsvensk värdepapperisering. Därefter följer kapitel 5 *Kravet på rådighetsavskärande inom svensk sakrätt* med syfte att förevisa en utredning av betydelsen av rådighetsavskärande för förvärvarens uppnående av borgenärsskydd och dymedelst utifrån ett allmänt förhållningsätt, bringa klarhet i hur sakrättsligt skydd, inom ramen för en helsvensk värdepapperiseringsstruktur, uppnås och sedermera bibehålles. Följande kapitel 6 *Originatorn i rollen som administrator* förtydligar den problematik som uppkommer då överlåtaren ikläder sig rollen som serviceföretag åt förvärvaren. Kapitel 7 *Genomförda helsvenska värdepapperiseringar* är tillfogat i syfte att ur ett praktiskt perspektiv redogöra för hur den sakrättsliga problematiken kan komma att lösas på allehanda vis. Det avslutande kapitlet 8 *Avslutning* presenterar en sammanfattande slutdiskussion och analys med syfte att återspegla och sammanställa anförda argument hämtade från lagstiftning, förarbeten, rättspraxis, doktrin samt genomförda intervjuer.

Efter framställningen följer ett slutord där egna kommentarer och tankar direkt framhålls. Använda facktermer förklaras löpande och i de fall specifik terminologi saknar adekvat svensk översättning begagnas de engelska termerna, i kursiverad stil.

2 Bakgrund

2.1 Värdepapperisering – Securitisation

Värdepapperisering har i USA och i ett flertal europeiska länder kommit att bli en naturlig och väl accepterad finansieringsform och då den även visat stark tillväxt på marknaderna i Sydamerika och i Asien torde den här finansiella konstruktionen numera ha förvärvat internationell acceptans.⁶ Värdepapperisering utgör den svenska översättningen av den amerikanska termen securitization (eng. securitisation),⁷ vilken ger uttryck för en finansierings- och refinansieringsteknik med syfte att omvandla en tillgång till ett värdepapper.⁸ Särskilt kännetecknande för värdepapperisering är vidare att tekniken, till skillnad från åtskilliga andra finansiella konstruktioner, jämväl i sin grundstruktur, kräver aktiv finansiell och juridisk strukturering för sin realisering.⁹

Värdepapperiseringens bakomliggande filosofi antas ha gamla anor då europeiska bankirer redan på 1200-talet sägs ha använt tekniker för utlåning av medel baserat på en framtida återbetalning från en särskild grupp av avskiljda tillgångar.¹⁰ Vad som i modern tid karakteriseras som värdepapperisering har emellertid sin obestridda grund i den amerikanska bolånemarknaden.¹¹ Till följd av 1930-talets djupa depression införde den amerikanska kongressen år 1934 the National Housing Act och the Federal Housing Administration (FHA)¹² etablerades i syfte att stabilisera bolånemarknaden genom att försäkra långivare från betalningsinställelse och därmed främja bolån till låg- och medelinkomsttagande amerikaner.¹³ I syfte att ytterligare stimulera långivande inom bostadssektorn skapades år 1938 bostadsinstitutet Federal National Mortgage Association (FNMA, ”Fannie Mae”)¹⁴ och kompletterades år 1968 av det inom HUD statligt ägda bolaget Government National Mortgage Association (”Ginnie Mae”).¹⁵ Vidare etablerades år 1970 the Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC, ”Freddie Mac”) i syfte att skapa bättre konkurrens på långgivarmarknaden. Förenklat uttryckt förvärvade de statligt sponsrade enheterna, Government Sponsored Enterprises (GSEs), Fannie Mae och Freddie Mac bostadslån från låneinstitut, de s.k. originatorerna, och emitterade sedermera värdepapper med lånen som säkerhet. De första värdepapperiserade bostadsinstrumenten utgavs år 1981.¹⁶ Ginnie Mae garanterade vissa värdepapper

⁶ Ds 1998:71 s. 27.

⁷ Termen *securitization* föranleds av begreppet *to securitize*, i.e. transform something into a security (sv. omvandla något till en säkerhet).

⁸ Månsson & Andersson, Värdepapperisering – Securitisation, s. 5.

⁹ A. a. s. 14.

¹⁰ Raines, Securitisation and the credit crisis, Securitisation Seminar – Part I.

¹¹ Wood, Law and Practice of International Finance, s. 451 f.

¹² Organisationen blev år 1965 en del av the U.S. Department of Housing and Urban Development, hädanefter benämnd (HUD).

¹³ http://portal.hud.gov:80/hudportal/HUD?src=/program_offices/housing/fhahistory, den 20 mars 2011.

¹⁴ Fannie Mae var initialt statligt ägt men kom att privatiseras år 1968.

¹⁵ <http://www.ginniemae.gov/about/history.asp?subTitle=About>, den 20 mars 2011.

¹⁶ Wissén & Wissén, Finanskrisen förklarad, s. 107 f.

som baserades på hypotekslån och investmentbanker började sedermera handla med vad som kom att kallas, *Ginnie Mae papers*^{17,18}. Enheternas samlade verksamhet utgjorde startskottet för en ny marknad som med tiden utvecklades till en av världens största.

Den finansiella konstruktionen spreds snart till den privata marknaden vilket motiverades av att låneinstitut önskade värdepapperisera sina egna bostadskrediter och sådan värdepapperisering baserad på bostadslån initierades inom kort av Bank of America.¹⁹ Den amerikanska expansionen av privat skuldsättning under 1980-talet föranledde värdepapperiseringens framåtskridande och den första värdepapperiseringen av krediter som inte baserades på bostadslån genomfördes år 1985.²⁰ Möjligheten att strukturera och matcha finansieringen av lån gav ett omfattande skydd mot riskerna på marknaden och gav således upphov till diversifiering.²¹ Den europeiska marknaden som stod redo för diversifierad finansiering genomförde år 1985 den första värdepapperiseringen i Storbritannien och den brittiska marknaden för värdepapperisering utgör idag den största utanför USA.²²

2.1.1 Allmän definition av värdepapperisering

Värdepapperisering utgör en övergripande beteckning för ett förfarande där relativt homogena finansiella tillgångar med förutsägbara betalningsflöden ompaketeras och säljs vidare som värdepapper till investerare.²³ Mer precist skall förevarande framställning i det följande behandla den form av värdepapperisering som innebär att en viss fordringsmängd säljs till ett för ändamålet speciellt skapat rättssubjekt, som i Sverige, i brist på bättre alternativ, kommit att betecknas specialbolag.²⁴ I syfte att frångå tankeanknytning till särskild associationsform begagnas i det följande istället beteckningen *specialföretag*.²⁵ Specialföretaget som har till enda syfte att äga fordringarna samt förmedla avkastningen till investerarna finansierar förvärvet av tillgångsportföljen genom att emittera obligationer eller andra liknande värdepapper med fordringsportföljen som underliggande säkerhet.²⁶ Värdepapperisering, i den mening som avses inom ramen för den här framställningen, åsyftar sålunda ett specialiserat förfarande där

¹⁷ Sådana s.k. Ginnie Mae värdepapper är numera de enda bolånebaserade värdepapper som erbjuder fullständig garanti från den amerikanska staten.

¹⁸ Wood, *Law and Practice of International Finance*, s. 451 f.

¹⁹ A.a. s. 452 f.

²⁰ Deacon, *Global Securitisation and CDOs*, s. 414.

²¹ Bonsall, *Securitisation*, s. 4 f.

²² I Storbritannien har, till skillnad från i många andra länder, utformats tydliga regler för värdepapperisering. Viktigt att observera är emellertid att lagstiftningen endast träffar överlåtaren av fordringar, d.v.s. originatorerna och inte det specialföretag som förvärvar fordringarna. De initiala reglerna utformades år 1989 av Bank of England och har sedan dess, vid ett flertal tillfällen, omarbetats och justerats till att numera omfatta flertalet kredittyper såsom hypotekslån, kreditkortsskulder och andra fakturafordringar. Se vidare Ds 1998:71 s. 29.

²³ Se bl.a. Prop. 2000/01: 19 s. 9.

²⁴ Den engelska beteckningen för specialbolag är *Special Purpose Vehicle* (SPV), *Special Purpose Company* (SPC) eller *Special Purpose Entity* (SPE) med anledning av att företaget i fråga upprättats med det enda syftet att äga fordringarna och emittera aktier för sin finansiering.

²⁵ Begreppsbestämningen stämmer väl överens med den som förordas i förarbeten, se exempelvis Ds 1998:71 s. 11.

²⁶ Se Ds 1998:71 s. 11.

relativt homogena tillgångar,²⁷ med förutsägbara betalningsflöden omvandlas till obligationer eller andra lätt omsättningsbara värdepapper. Det är i stort sätt möjligt att värdepapperisera alla fordringar; den kategori värdepapperiserade krediter som omfattar bostadslån kallas internationellt *Mortgage Backed Securities* (MBS) medan den kategori krediter som baseras på andra tillgångar kallas *Asset Backed Securities* (ABS). Tekniken bakom värdepapperisering har allt sedan sin tillkomst utvecklats och förfinats världen över och finns numera i flera olika former, varav i Sverige den vanligast förekommande numera är ABS, det vill säga s.k. tillgångssäkrade värdepapper, med en löptid på 18-36 månader.²⁸

2.2 Finanskrisen – då verktyg blev vapen

Det föreligger ingen allmän konsensus om vad som egentligen utlöste finanskrisen och trots att det kan påpekas en rad av möjliga förklaringar, tvistar de lärde ännu om vilka som de facto utgjorde de mest centrala orsakerna.²⁹ Många är emellertid ense om att den finansiella turbulens som kulminerade under 2008 till stor del förorsakades av nymodiga finansiella konstruktioner inom ramen för värdepapperisering. Det förefaller dymedelst tämligen intressant att vidare studera hur amerikanska bolån kunde bringa miljardvärderade investmentbanker³⁰ på fall och ge upphov till vad som kom att utvecklas till en internationell finanskris.

Uppaktan har i efterhand av akademiker, analytiker och investerare kommit att benämnas *The Shadow Banking System* (fortsättningsvis kallat skuggbankssystemet).³¹ Systemet utgjorde, parallellt med det konventionella banksystemet, ett system för att värdepapperisera lån och kan sägas ha varit en organisk produkt av sin tid eftersom det växte fram under en period av globalisering och oerhört stark likviditet. Det som i särklass var avgörande för dess framfart och sedermera föranledde att världens finansiella system under en begränsad tid växte explosionsartat torde emellertid ha varit mänsklig girighet. Mänsklig girighet i den bemärkelsen att, trots varningssignaler, fortlöpande sammanpacka illikvida individuellt undermåliga bostadslån och transformera dem till nymodiga och då ännu oprövade likvida finansiella konstruktioner.

Den amerikanska finansiella marknaden hade sedan 1980-talet genomgått betydande förändringar och utvecklingen drevs kanske främst av en önskan från bankerna att alltjämt minska sitt behov av kapital i förhållande till gällande regelverk då det föranledde hög avkastning på det egna kapitalet så länge som priserna på tillgångarna steg. Samtidigt eftersträvade investerarna låg risk och hög

²⁷ En tillgångsportfölj med relativt homogena tillgångar kan exempelvis utgöras av samlade bostadslån, kontokortskrediter eller andra privata konsumtionslån.

²⁸ De diverse formerna av värdepapperisering kommer inte att vidare behandlas då de saknar vikt för framställningen och följaktligen faller utanför avgränsningen.

²⁹ Sir Howard Davies, tidigare chef för den brittiska finansinspektionen och numera rektor för London School of Economics, angav i boken *Financial Crisis: Who is to Blame?*, 2010, 38 välgrundade teorier i syfte att försöka förklara varför finanskrisen uppstod.

³⁰ Exempelvis kan nämnas att investmentbanken Bear Stearns, p.g.a. svårigheter att hantera förluster samt att hitta långgivare, tvångsförsålades till JP Morgan under mars 2008 för 2 dollar per aktie, vilket kan jämföras med en högsta notering ett år innan på nära 170 dollar. Ett annat tydligt exempel är den vida omdiskuterade Lehman Brothers-konkursen i september 2008.

³¹ Wissén & Wissén, *Finanskrisen förklarad*, s. 50.

avkastning.³² De slutprodukter som producerades inom ramen för skuggbankssystemet utgjordes därför bl.a. av bostadslån med diversifierade tillgångar som AAA-värderades och avkastningen översteg den på statsobligationer, inom kort spreds förty en illusion av att marknadens alla parter ”både kunde äta kakan och ha den kvar”. Förenklat innebar skuggbankssystemet följaktligen att banker på sedvanligt vis företog utlåning gentemot privatpersoner och att låneavtalen sedermera överläts till investmentbanker som för sin finansiering förpackade dem som värdepapper tillsammans med andra liknande avtal, vilka kom att säljas till diverse investerare. Så långt var det inga problem. Det som utgjorde grundstommen till den omdebatterade problematiken var att den ekonomiska och politiska utvecklingen i USA möjliggjort att de underliggande tillgångarna till stor del svarade mot s.k. *subprime* bostadslån, d.v.s. bostadslån ställda till låg- och medelinkomsttagande hushåll med svag återbetalningsförmåga.³³ Paketeringen av lån bestämdes utifrån ett kalkylerat diversifieringsperspektiv, vilket innebar att lån från olika geografiska delar buntades samman till tillgångsportföljer. Vid beräkningen av risk togs utgångspunkt i ett värsta tänkbara scenario beräknat utifrån historik över bristande återbetalningsförmåga. Det huvudsakliga problemet utgjordes emellertid av att det värsta tänkbara scenariot, att samtliga eller ens en övervägande del, av subprime lånen skulle *defaulta*,³⁴ inte togs med i beräkningarna eftersom det historiskt sätt aldrig tidigare hade inträffat. Ytterligare ett bekymmer med idén bakom den företagna värdepapperiseringen att emittera värdepapper med huslånen som säkerhet var att skuggbankssystemet på så vis kom att förändra karaktären på finansiell verksamhet. Finanssektorn som tidigare utgjorts av en relationsorienterad bransch, där regional kontakt mellan låntagare och långivare var en central del i affären, svarade nu istället för en transaktions- och förpackningsindustri, där investmentbanker möjliggjorde ompackning på olika sätt och med ständigt nya namn.³⁵ Trots att skuggbankssystemet i mångt och mycket föranledde effektiviseringar av världens finansiella system var marknadens parter inte tillräckligt förberedda på vad som komma skulle. I takt med att antalet finansiella aktörer, t.ex. hedgefonder och investmentbanker som kom att utföra bankliknande uppgifter ökade och mindre regionala banker drabbades av hybris och växte långt mer än vad de klarade av,³⁶ var sammanbrottet snart ett faktum. Utvecklingen föranledde fantastiska finansiella verktyg men missvisande riskbedömning i kombination med övervärderade tillgångar föranledde att intet ont anande investerare världen över drabbades av vår tids största finansiella kris sedan depressionen på 1930-talet.

³² Wissén & Wissén, *Finanskrisen förklarad*, s. 59.

³³ Scott, *Dangers: Credit crunch holds many key lesson for the future*.

³⁴ Det engelska begreppet *default* innebär i det här sammanhanget att gäldenären har en bristande återbetalningsförmåga och att motparten till följd därav drabbas av en betalningsinställelse.

³⁵ Wissén & Wissén, *Finanskrisen förklarad*, s. 36.

³⁶ Island är ett bra exempel eftersom landets avreglering av banksystemet föranledde att bankerna snabbt köptes upp av ett fåtal entreprenörer som önskade utvidga verksamheterna långt över bristningsgränsen. Inom kort belånades bankerna allt för högt på de internationella penningmarknaderna medan kreditbetygen inte nämnvärt försämrades. I början av 2008 var Islands utlandsskuld cirka nio gånger större än landets BNP, varav 80 % av skulden låg hos bankerna. Se vidare Wissén & Wissén, *Finanskrisen förklarad*, s. 111 f.

Sammantaget var det åtskilliga faktorer som i praktiken föranledde krisen. Utgångspunkten och det som de facto möjliggjorde krisens framfart var emellertid den ekonomiska politik som rådde, vilket skapade ett mottagligt affärsklimat. En annan faktor som bidrog till att krisen uppstod var exempelvis att regleringssystemet som var på plats för att säkerställa ordning i de finansiella aktörernas verksamhet inte kunde hantera det system som växte fram, vilket bl.a. bidrog till att bankerna kom att inneha för lite kapital i förhållande till sin utlåningsgrad. Vidare kom vissa finansiella produkter att bli så komplexa att de var i det närmaste omöjliga att analysera vilket fick till, kanske naturlig, följd att de som köpte och sålde tillgångarna inte alltid förstod vad det var de investerat i. Kreditvärderingsinstitutet som hade i uppgift att företa bedömning av kreditrisken i de nya finansiella instrumenten underskattade inte sällan riskerna, vilket föranledde att kreditbetygen i stor utsträckning kom att sättas alltför högt. Med anledning av att instrumenten övervärderades återspeglades inte den verkliga risken, vilket fick till följd att intet ont anande investerare världen över många gånger invaggades i falsk trygghet genom att investera i de nya osannolikt fördelaktiga instrumenten. Generellt rådde även en stark övertro på hur flexibla marknaderna var och det i kombination med att riskerna underskattades föranledde att det ingalunda insågs när marknaderna var mättade.³⁷ Allt det här sammantaget och säkerligen mycket därtill bidrog till finanskrisen.³⁸

Det står i efterhand klart att skuggbankssystemet visserligen bidrog till en av historiens största finanskrascher men modellen inbegrep likväl många goda beståndsdelar. Teoretiskt är nämligen konceptet bakom värdepapperisering genialt, ur den aspekten att modellen kan omvandla i princip vilken illikvid tillgång som helst med betalningsflöden till likvida värdepapper. Värdepapperisering som finansieringsform kommer därmed troligtvis att bestå – om än i förändrad skepnad – för så länge finansiella institut söker kringgå kapitaltäckningsregler och investerare eftersöker tillgångar med låg risk och hög avkastning, kommer alltså nya finansiella konstruktioner att utvecklas på de finansiella marknaderna. *Men*, det handlar just om att utveckla och nyttja, *inte* utnyttja föreliggande finansiella resurser eftersom alla bra redskap kan användas som vapen i fel mans hand.

³⁷ Wissén & Wissén, *Finanskrisen förklarad*, s. 15 ff.

³⁸ Något som i efterhand har debatterats flitigt är vidare frågan om s.k. *moral hazard* och dess inverkan på krisens omfattning. Begreppet innebär i stort att de verksamma finansiella aktörerna, framförallt de reglerade bankerna, förutsatte att staten skulle komma till deras undsättning i det fall deras risktagande förorsakade problem. Uppfattningen kopplas inte sällan till uttrycket *too big to fail* vilket innebär att en bank som är tillräckligt stor inte tillåts gå i konkurs eftersom det annars skulle föranleda oöverskådliga kostnader för samhällsekonomin. Med anledning av att staten inte kan riskera att hela det finansiella systemet sätts ur funktion accepteras generellt vissa, med förhoppning om begränsade, kostnader. Kontentan av *moral hazard* blir följaktligen att de större bankerna kan utgå ifrån att de blir statligt undsatta, varför felaktigt risktagande å deras sida bekostas av skattebetalarna medan bankerna erhåller hela vinsten vid korrekt bedömning. Se bl.a. Wissén & Wissén, *Finanskrisen förklarad*, s. 18 f., s. 85 samt s. 184-186.

2.3 Värdepapperiseringen utveckling i Sverige

Under finanskrisen i början av 1990-talet var stigande kreditförluster ett faktum som urholkade kapitalbasen i flertalet kreditinstitut. Rådande omständigheter motiverade instituten till att genomföra värdepapperiseringar i syfte att reducera balansräkningar och därigenom höja institutens kapitaltäckningsgrad.³⁹ Allt eftersom den finansiella oron stabiliserades framhölls dock snarare kostnadsfördelar, breddning av investerarbasen och av antalet källor för kapitalanskaffning som de främsta motiven till att tillämpa värdepapperisering.

Finansieringsmetoden är idag känd för de allra flesta större svenska företag. Trots att intresset tidvis har varit relativt stort för värdepapperisering har emellertid endast ett fåtal värdepapperiseringar eller transaktioner med strukturer som kan liknas vid sådana, till sin helhet, genomförts i Sverige. Den svenska marknaden för värdepapper med bakomliggande tillgångar har dominerats av hypotekssäkrade värdepapper och en gemensam nämnare har, med få undantag, varit att ett specialföretag i utlandet har använts, ett s.k. *offshore special purpose vehicle* (SPV).⁴⁰ I det följande ges en översiktlig beskrivning av några av de transaktioner som genomförts i anslutning till den svenska marknaden.

Svensk Fastighetskredit (numera SEB Bolån) genomförde under perioden 1990-1994 värdepapperiseringar i nio omgångar, omfattande totalt över 11 miljarder kronor.⁴¹ Värdepapperiseringarna avsåg dels hypotekslån i enfamiljsbostäder, dels lån i flerfamiljsfastigheter och i samtliga fall såldes kreditstockarna till specialföretag upprättade på Jersey som ägdes av stiftelser.⁴² *BoKredit* har historiskt systematiskt använt sig av värdepapperisering där av bolaget beviljade krediter under benämningen Lita Bolån har förmedlats genom tidigare Posten AB:s kontorsnät och då lämplig volym uppnåts sedermera sålts genom värdepapperisering. I likhet med *Svensk Fastighetskredit* sålde även *BoKredit* sina krediter till ett specialföretag upprättat på Jersey och finansieringen försågs genom emissioner av värdepapper på den amerikanska marknaden.⁴³ Verksamheten var relativt omfattande och möjliggjorde kontinuerlig kreditgivning med ett begränsat eget kapital. *Stockholms stads fastighetsbolag* har bl.a. genomfört två olika transaktioner som kan liknas vid värdepapperisering, den ena kallad S:t Erik och den andra S:t Göran. Transaktionerna skiljer sig något från de tidigare anförda då de inte innefattade försäljning av fordringar utan huvudbolaget användes istället uteslutande som en kanal för att låna upp pengar. AB Svenska Bostäder, AB Stockholmshem och AB Familjebostäder sökte en alternativ finansiering och lösningen fanns i att upprätta ett bolag på Irland som emitterade obligationer och för det erhållna kapitalet beviljade lån till bostadsföretagen som

³⁹ Ds 1998:71 s. 31 f.

⁴⁰ Lampe & Stenström, Securitisation and covered bonds in Sweden.

⁴¹ Ds 1998:71 s. 32 f.

⁴² Anledningen till att aktörer många gånger valde att upprätta specialföretagen på Jersey var att de där inte blev föremål för kapitaltäckningskrav. Samtliga tillgångar i specialföretagen pantsattes sedermera hos en *trustee*, en s.k. förtroendemann som fungerade som företrädare för kollektivet av anonyma obligationsinnehavare och följaktligen tillgodoser placerarnas intressen. Se vidare Ds 1998:71 s. 33.

⁴³ Ds 1998:71 s. 32 f.

ställdes säkerhet i form av pantbrev i sina respektive fastigheter.⁴⁴ *SJ* ägnade sig länge åt löpande värdepapperisering då kundfordringsstocken genom att vara relativt jämn över året och ha mycket låga kreditförluster lämpade sig bra för värdepapperisering. *SJ* sålde månadsvis kundfordringsstocken till samma specialföretag på Jersey som BoKredit anlidade och genom att på så vis minska sin balansomslutning höjdes soliditeten i koncernen.⁴⁵

SBAB är en stor aktör på den svenska marknaden för värdepapperisering och har genomfört ett flertal transaktioner. Under 2003 genomfördes bl.a. SRM Investment No. 3 Limited, vilken var den tredje transaktionen under SRM Investment securitisation programme. Transaktionen var den första i sitt slag då värdepapperisering av lån till bostadsrättsföreningar i Sverige aldrig tidigare genomförts. Värdepapperiseringen innehöll lån motsvarande 1 miljard euro och ansågs öppna upp för nya möjligheter för finansiering av bostäder.⁴⁶ Även *Nordax Finans* har varit framgångsrika på marknaden för värdepapperisering i Sverige och genomförde under 2006 Nordens första värdepapperisering av konsumentkrediter genom att överlåta en portfölj av krediter, till specialföretaget Scandinavian Consumer Loans Limited upprättat på Jersey. Överlåtelserna refinansierades genom en emission av obligationer motsvarande 175 700 000 euro i fem olika klasser.⁴⁷

2.3.1 Helsvensk värdepapperisering

I kapitel 6 *Genomförda helsvenska värdepapperiseringar* presenteras ett antal genomförda helsvenska värdepapperiseringar,⁴⁸ i syfte att få en tydligare bild över hur problematiken med rådighetsavskärning har lösts i praktiken.

⁴⁴ Ds 1998:71 s. 33.

⁴⁵ Ds 1998:71 s. 32 f.

⁴⁶ Pressmeddelande av den 27 juni 2003, *SBAB värdepapperiserar lån till bostadsrättsföreningar*, SRM Investment No 3 Limited.

⁴⁷ Nordax Finans, Delårsrapport januari-juni, se även <http://mannheimerswartling.org/sv/Nyheter/Nyhetsarkiv/Nordens-forsta-vardepapperisering-av-konsumentkrediter/>, den 23 april 2011.

⁴⁸ Med begreppet helsvensk värdepapperisering avses i överensstämmelse med vad som tidigare anförts, sådana värdepapperiseringar som har genomförts med användande av ett svenskt specialföretag samt är strukturerade i enlighet med svensk rätt.

3 Strukturerad finansiering

3.1 Värdepapperisering som finansieringsform

I föregående avsnitt presenterades en allmän definition av begreppet värdepapperisering, framställningen konkretiseras nu och fokus läggs på betydelsen i bemärkelse av finansieringsform. Värdepapperisering, i den mening som avses inom ramen för förevarande framställning, åsyftar i enlighet med vad som tidigare anförts en specialiserad finansieringsform där relativt homogena finansiella fordringar säljs till en juridisk person vars syfte är begränsat till att äga fordringarna samt emittera obligationer eller liknande värdepapper för sin finansiering. I stort sett är det möjligt att värdepapperisera alla typer av fordringar, eller i vart fall de fordringar som tillsammans utgör en relativt homogen massa av kreditavtal samt har förväntade betalningsflöden som kan förutses med god precision. Fastighetslån, d.v.s. sådana lån som innehar panträtt i fastigheter utgjorde länge den mest förekommande typen av underliggande fordringar i värdepapperiseringstransaktioner.⁴⁹ Det oaktat har man under senare år istället kunnat urskilja en tendens av klar ökning bland kreditkortsskulder, studieskulder, konsumtionslån och leasingkulder som underliggande tillgångar.⁵⁰

3.1.1 Grundstruktur av värdepapperiseringsprocessen

En värdepapperiseringstransaktion inkluderar ett flertal verksamma aktörer, varav de viktigaste parterna är det överlåtande företaget, ofta och härefter benämnt originatorn,⁵¹ samt det förvärvande företaget som här benämns specialföretaget⁵². Värdepapperisering initieras av originatorn med anledning av att denne önskar förändra sin tillgångsstruktur, vilken kan struktureras på olika sätt beroende av originatorns ursprungliga affärsverksamhet. Finansiella institutioner som banker, kreditmarknadsföretag samt större finansiella kommersiella företag och inte sällan företag som tillhör utländska koncerner utgör generellt sett den typ av kategori av företag som väljer att genomföra värdepapperisering.⁵³

I det fall originatorn är ett kreditinstitut identifierar denne en avskiljbar del av sin kreditstock som kan lyftas från balansräkningen, frigöra kapital och inte längre behöver kapitaltäckas i enlighet med lagen (2006:1371) om kapitaltäckning och stora exponeringar. Är originatorn istället ett icke-finansiellt företag kan företaget välja att förändra tillgångsstrukturen på så sätt att illikvida tillgångar, som exempelvis kundfordringar, genom värdepapperisering omvandlas till likvida

⁴⁹ Se bl.a. Prop. 2000/01:19 s. 9 och Ds 1998:71 s. 13.

⁵⁰ Det anförda baseras på vad som framkommit under intervjuer och informationsmöten med yrkesverksamma jurister, specialiserade på strukturerad finansiering.

⁵¹ Eng. originator av *to originate*, eftersom det är från det här bolaget som de underliggande tillgångarna härrör.

⁵² Eng. *special purpose vehicle* (SPV), *special purpose entity* (SPE) eller *special purpose company* (SPC). Valet av begreppet specialföretaget framför specialbolag föranleds av det språkliga bruk som förs i förarbeten där avsikten är att inte leda tankarna till någon viss associationsform då lagtexten som lämplig juridisk person omnämner såväl aktieföretag som ekonomisk förening. Se vidare avsnitt 2.1.1 *Allmän definition av värdepapperisering*.

⁵³ Det anförda baseras på vad som framkommit under intervjuer och informationsmöten med yrkesverksamma jurister, specialiserade på strukturerad finansiering.

tillgångar. Oberoende av originatorns ursprungliga affärsverksamhet utgörs grundstrukturens nästa led av bildandet av specialföretaget, till vilket försäljning av fordringarna sedermera sker. Specialföretagets verksamhet är, i enlighet med vad som redan anförts ovan, begränsad till att äga fordringarna och finansiera förvärvet genom att emittera obligationer eller andra liknande värdepapper på värdepappersmarknaden och vidare till investerarna förmedla de betalningsflöden som fordringarna genererar.⁵⁴ De ursprungliga gäldenärerna är debitorerna, d.v.s. kredittagarna till de underliggande lånen som sedermera värdepapperiseras. Investerarna är de som väljer att köpa de emitterade obligationerna eller liknande värdepapperna på värdepappersmarknaden och kan vara privatpersoner men utgörs inte sällan av investeringsinstitut.

I syfte att kunna bedöma specialföretagets kreditvärdighet samt de legala förutsättningarna i en aktuell transaktion involveras ett kreditvärderingsinstitut som tilldelar de av specialföretaget emitterade obligationerna en kreditbedömning, en s.k. *rating*. Regler om erkännande av externa ratinginstitut återfanns i kreditinstitutsdirektivet⁵⁵, vari uppställdes krav på att sådana företag som utfärdar värderingar baserade på fastställande av riskvikter måste godkännas av en behörig myndighet.⁵⁶ Till följd av den finansiella krisen har regelverket rörande kreditvärderingsinstitut åtstramats avsevärt i syfte att föranleda högre kvalitet på utfärdade kreditbetyg och därmed upprätthålla stabiliteten på finansmarknaderna och skydda investerarna. Sedan den 7 december 2009 tillämpas Europaparlamentets och rådets förordning (EG) nr 1060/2009 av den 16 september om kreditvärderingsinstitut.⁵⁷ Förordningen är bindande i sin helhet och direkt tillämplig i Sverige. Det återfinns vidare även kompletterande nationella bestämmelser i lagen (2010:1010) om kreditvärderingsinstitut, vilken trädde i kraft den 7 september 2010.⁵⁸

För att försäkra sig om att investering i de nyemitterade obligationerna, eller liknande värdepapperen, kan företas med begränsad kreditrisk kräver inte sällan investerarna vidare att specialföretagets kreditvärdighet förstärks genom någon form av kreditförstärkande åtgärd.⁵⁹ Sådana kreditförstärkande åtgärder kan realiserars på olika sätt och såväl av specialföretaget som av originatorn. En möjlighet är exempelvis att ett försäkringsbolag ställer en sedvanlig garanti för kreditvärdigheten i specialföretaget, vilket innebär att försäkringsbolaget antingen garanterar specialföretagets bestånd i sin helhet eller annars säkrar upp till en önskvärd nivå. En annan möjlighet är att originatorn åtar sig att tillhandahålla en s.k. efterställd tilläggsköpeskilling, vilken innebär att del av överenskommen köpeskilling för överlåten fordringsstock kvarstår som fordran mot specialföretaget.⁶⁰ Med anledning av att den här typen av kreditförstärkande

⁵⁴ Prop. 2000/01: 19 s. 10.

⁵⁵ Europaparlamentets och rådets direktiv 2006/48/EG av den 14 juni 2006 om rätten att starta och driva verksamhet i kreditinstitut.

⁵⁶ Direktivet har emellertid ändrats genom införandet av direktiv 2009/111/EG (*CRD II*) samt direktiv 2010/76/EG (*CRD III*).

⁵⁷ EUT L 302, 17.11.2009, s 1 (Celex 32009R1060).

⁵⁸ Prop. 2009/10:217.

⁵⁹ Prop. 2000/01:19 s. 11.

⁶⁰ A.prop. s. 11.

åtgärd kompletteras med avtal om att originatorns fordran på specialföretaget vid obestånd skall åtnjuta betalning först sedan övriga borgenärer erhållit betalning kvarstår viss kreditrisk hos originatorn, vilket kan komma att föranleda vissa sakrättsliga spörsmål.⁶¹

Specialföretaget företar sällan sin egen administration, utan den överlåtes många gånger till ett annat företag. Ofta företar det överlåtande bolaget, originatorn, administrationen eftersom denne då även fortsättningsvis kan bibehålla kundkontakterna med kredittagarna. Det är här den sakrättsliga problematiken inledningsvis gör sig gällande. Då originatorn träder in i rollen som serviceföretag åt specialföretaget krävs nämligen att denne åtnjuter viss eller fullständig rådighet över de överlåtna tillgångarna, förevarande omständighet utreds i de nästkommande kapitlen.⁶²

3.1.2 Motiv för att genomföra värdepapperisering

Finansiering genom värdepapperisering kompletterar eller ersätter andra redan befintliga finansieringskällor och av den anledningen krävs, utöver originatorns önskan att förändra sin tillgångsstruktur, att transaktionen föranleder fördelar för övriga inblandade aktörer, d.v.s. så väl för dem som förvärvar tillgångsmassan som för dem som indirekt finansierar förvärvet.⁶³ De huvudsakliga motiven för att genomföra värdepapperisering utgörs sammantaget av möjligheten att frigöra kapital, bredda tillämpliga finansieringskällor, förbättra riskhanteringen, renodla den finansiella verksamheten, förbilliga kapitalanskaffningen, frångå vissa regulatoriska aspekter samt utvidga investerarbasen.⁶⁴

3.1.2.1 Ur originatorns perspektiv

Det främsta motivet till att företa värdepapperisering torde ur originatorns perspektiv vara möjliggörandet av kapitalanskaffning utan att behöva ta upp banklån. I det följande belyses, ur originatorns perspektiv, de övriga viktigaste motiven till att genomföra värdepapperisering. I ett avseende skiljer sig motiven för att värdepapperisera åt mellan kreditinstitut och icke-finansiella företag. De förstnämnda faller nämligen under näringsrättslig reglering vilket får till följd att de omfattas av kraven på kapitaltäckning uppställda i lagen (2006:1371) om kapitaltäckning och stora exponeringar. Värdepapperisering medför för kreditinstitut följaktligen fördelen att de genom en värdepapperiseringstransaktion har möjlighet att minska behovet av eget kapital genom att avyttra tillgångar som kräver kapitaltäckning.⁶⁵

Ett starkt motiv till att genomföra värdepapperisering kan vara att det möjliggör omstrukturering av originatorns balansräkning då minskning av tillgångsposten fordringar företas samtidigt som tillgångsposten kassa eller

⁶¹ Sådan sakrättslig problematik skall vidare behandlas i kapitel 5 som belyser kravet på rådighetsavskärning inom svensk sakrätt.

⁶² Se framförallt kapitel 6 *Originatorn som administrator*.

⁶³ Se Ds 1998:71 s. 15.

⁶⁴ Ds 1998:71 s. 15 ff.

⁶⁵ Se bl.a. Prop. 2000/01:19 s 11, Finansutskottets betänkande 2000/01:FiU17 s. 6 samt se även vidare kapitel 4 *Rättslig reglering av överlåtelse av tillgångar inom ramen för en värdepapperisering*.

liknande ökar. Originatorn frigör kapital genom omstruktureringen, kapital som kan komma att användas för att amortera skulder, vilket föranleder minskning av balansomslutningen samt ökad soliditet.⁶⁶ Genom att en originator själv väljer vilka tillgångar som skall komma att värdepapperiseras förbättras riskhanteringen strategiskt och det i samband med att specialföretagets verksamhet är strikt specialiserad föranleder betydligt lägre finansieringskostnader än om verksamheten fortlöpande ombesörjts av originatorn.⁶⁷ Värdepapperisering kan även ge upphov till att såväl finansiella företag som icke-finansiella företag lättare kan företa renodling av sin verksamhet, vilken då än mer kan specialiseras och i förlängningen åtnjuta marknadens konkurrensfördelar gentemot de parter som valt att inte företa värdepapperisering av respektive kreditstockar.⁶⁸ Kraven på kapitaltäckning kan föranleda svårigheter för mindre företag att etablera sig på marknaden med anledning av att upprätthållande av ett kontinuerligt buffertkapital försvårar förverkligad lönsamhet i kreditgivning. Med anledning av att värdepapperisering av fordringar medför minskade krav på eget kapital, blir inträdeskostnaderna sålunda lägre vilket sedermera underlättar för nya aktörer att etablera sig på marknaden.⁶⁹

Sammantaget kan det följaktligen konstateras att finansiering genom värdepapperisering ger upphov till billigare likvidanskaffning för originatorn,⁷⁰ samtidigt som omfånget av dennes balansräkning minskas utan att vara nödgad att ge upp de kundkontakter som finns i den underliggande portföljen.⁷¹ Med anledning av att originatorn väljer vilka tillgångar som skall komma att värdepapperiseras, kreditvärderas de vidare troligtvis högt vilket föranleder ett billigare finansieringsalternativ genom att endast en del av originatorns fordringar fordrar åtgås.⁷²

3.2.2.2 Ur investerarnas perspektiv

Med anledning av att obligationer emitterade av specialföretag inte sällan föregås av en mängd olika kreditförstärkande åtgärder förstärks specialföretagets kreditvärdighet till den grad att deras upplåning erhåller bättre kreditbedömning än originatorn själv, varför investerare med högt ställda krav på kreditvärdering attraheras till att investera i transaktionen. Specialföretagen som utgör nya emittenter på kapitalmarknaden bidrar i förlängningen till att stimulera obligationshandeln och i samband med att investerarbasen breddas, skapas en likvid andrahandsmarknad för obligationer.⁷³

Förutsatt att inte merparten av de underliggande tillgångar i en värdepapperisering *defaultar*, vilket var fallet i den senaste finansiella krisen, möjliggör värdepapperisering upphov till en diversifierad portfölj för investerare.

⁶⁶ Prop. 2000/01:19 s. 11.

⁶⁷ A.prop. s. 12.

⁶⁸ A.prop. s. 13.

⁶⁹ A.prop. s. 13.

⁷⁰ Att likvidanskaffningen, vid tillämpning av värdepapperisering, blir billigare beror på att tillgångarna i portföljen är mycket väl kvalitetsbestämda och att originatorn inte kan disponera över förmögenhetsvärdet därav sedan tillgångarna överförts till specialföretaget.

⁷¹ Nydrén, SvJT 1995 s. 224.

⁷² Roberts, Asset Securitisation.

⁷³ Prop. 2000/01:19 s. 13.

Eftersom investerare indirekt investerar i en tillgångsmassa bestående av olika tillgångar kan finansieringsformen värdepapperisering följaktligen erbjuda en relativt god riskdiversifiering.⁷⁴ Då originatorn vid överlåtelsen överför risk till specialföretaget är denne inte längre bunden av de underliggande tillgångarnas eventuella tillkortakommanden utan risken överförs genom emissionen av obligationerna istället på investerarna. Förhållandet får onekligen till följd att det som utgör motiv för originatorn att genomföra värdepapperisering utgör motsvarande nackdelar för investeraren.

3.2.3 Värdepapperiseringens baksida

Efter att det ovan redogjorts för de främsta motiven till att genomföra värdepapperisering kan det konstateras att en värdepapperisering kombinerar in blanco lånets fördel att kunna bibehålla kundkontakterna i den underliggande tillgångsmassan med det pantsäkrade lånets fördel av billigare likviditet och avyttringens fördel av reducering av balansräkningen.⁷⁵ I likhet med andra finansieringsformer uppställer värdepapperiseringen emellertid inte endast fördelar utan ett par framträdande nackdelar gör sig inte sällan likaledes gällande. Med anledning av att det är originatorn som väljer vilka fordringar som skall värdepapperiseras ökar risken för s.k. *cherry-picking*, vilket innebär att endast fordringar med hög kreditvärdighet blir föremål för värdepapperisering i syfte att förbättra specialföretagets rating. Förfarandet får således onekligen till följd att originatorns resterande fordringsmassa blir urholkad och dess kreditvärdighet blir betydligt lägre än om värdepapperisering inte hade genomförts.⁷⁶

Det faktum att en värdepapperisering balanserar på gränsen mellan lån och försäljning återspeglas i de legala risker som gör sig gällande i anslutning till förfarandet. Iakttagande och förebyggande av sådana risker måste företas av transaktionens intressenter, vilket kräver komplexa och detaljerade avtalsskrivningar, därmed är konstruktionen ytterst kostsam då den kräver stort juridiskt och redovisningsmässigt kunnande.⁷⁷ Den kanske mest besvärliga frågan med anledning av en sådan gränsdragning är vad som krävs för att originatorns försäljning av tillgångsportföljen till specialföretaget skall anses utgöra ett omsättningsköp och inte istället karakteriseras som en s.k. säkerhetsöverlåtelse och vilka konsekvenser det i så fall skulle föranleda.⁷⁸ Värdepapperisering är sålunda komplex, tidskrävande och kostsam, varför en av de främsta nackdelarna med finansiering genom värdepapperisering är det faktum att finansieringsformen för att bli lönsam fodrar en mycket högt värderad tillgångsmassa. Den här s.k. *break-even* nivån,⁷⁹ sjunker emellertid successivt i

⁷⁴ Roberts, Asset Securitisation.

⁷⁵ Nydrén, SvJT 1995 s. 227

⁷⁶ Prop. 2000/01:19 s. 26

⁷⁷ Månsson & Andersson, Värdepapperisering – Securitisation, s. 15 f.

⁷⁸ Frågan som berör risken att en fordringsöverlåtelse inom ramen för en värdepapperisering bedöms utgöra en s.k. säkerhetsöverlåtelse utgör ett led i framställningens huvudsakliga frågeställning och utreds omsorgsfullt i det följande.

⁷⁹ Begreppet *break-even* utgör en nivå där plus och minus går jämnt ut.

takt med att kunskapen ökar, strukturerna blir alltmer standardiserade och i allt större utsträckning i sin helhet kan genomföras i Sverige.⁸⁰

3.3 Värdepapperiseringens liknande finansiella konstruktioner

Värdepapperisering utgör synbarligen en särskild finansieringsform men det finns ett flertal andra finansiella konstruktioner som liknar eller i vart fall påminner om värdepapperisering. I det följande presenteras en översiktlig redogörelse över några sådana liknande finansiella konstruktioner, där de viktigaste och mest utmärkande skillnaderna så väl som likheterna framhålls, i syfte att fungera belysande mot bakgrund av föregående beskrivningar av struktur och ändamål med värdepapperisering.

3.3.1 Hypoteksbolag

I enlighet med vad som ovan anförts har den svenska marknaden för värdepapperisering länge karakteriserats av att fastighetslån utgjort den mest förekommande typen av underliggande fordringar i värdepapperiseringstransaktioner.⁸¹ Hypoteksbolag kan i vid bemärkelse sägas utgöra ett exempel på värdepapperisering då de utgörs av kreditinstitut med huvudsaklig uppgift att låna ut medel till fastighetsköp mot säkerhet i pantbrev i bl.a. fast egendom.⁸² Utlåningen finansieras främst genom att hypoteksbolaget ger ut obligationer på värdepappersmarknaden, vars avkastning genereras av hypoteksbolagets samlade kreditgivning som genererar kontinuerliga betalningsströmmar. Som säkerhet för obligationerna ligger indirekt de panträtter som finns för bolagets kreditgivning.⁸³ Det som emellertid konkret skiljer hypoteksbolag från den mer specialiserade verksamheten av värdepapperisering, som avses inom ramen för den här framställningen, där fordringar säljs till en juridisk person som enbart är avsett att äga fordringarna och emitterar obligationer för sin finansiering, är att specialföretaget vid en sådan värdepapperisering till skillnad från ett hypoteksbolag inte ägnar sig åt kreditgivning.⁸⁴

3.3.2 Factoring

Factoring utgör en finansieringsform där fakturafordringsägare genom avtal med kreditgivare erhåller kredit mot vissa avgifter och säkerhet i fakturafordringarna. Finansieringsformen förekommer i huvudformerna, fakturabelåning och fakturaköp. *Fakturabelåning* som är den vanligaste formen av factoring innebär att kreditgivaren beviljar en kredit mot säkerhet i fakturafordringsägarens kundfordringar.⁸⁵ Krediten kan ses som en löpande kontokredit med en limit då pantsatta fakturafordringar som har inkasserats kontinuerligt avräknas mot

⁸⁰ Månsson & Andersson, Värdepapperisering – Securitisation, s 19 f.

⁸¹ Se Prop. 2000/01:19 s. 9 och Ds 1998:71 s. 13. Se även avsnitt 3.1.

⁸² Prop. 2000/01:19 s 9.

⁸³ A.prop. s. 9.

⁸⁴ Prop. 2000:01/19 s. 7.

⁸⁵ Adlercreutz & Phannenstill, Finansieringsformers rättsliga reglering, s. 190 samt Nydrén, Birger, SvJT 1995 s. 221 ff.

utestående kredit.⁸⁶ Fakturabelåning utgör förenklat följaktligen lån mot säkerhet i fakturafordringar och kan sålunda ur fakturafordringsägarens perspektiv i princip likställas med likvidanskaffning genom lån i allmänhet tagna på sedvanligt sätt.⁸⁷ *Fakturaköp*, även kallad fakturakredit med risktäckning, innebär att kreditgivaren åtar sig att intill ett visst belopp köpa ett företags fakturor för senare inkassering och till följd därav överta aktuella fakturafordringars kreditrisk.⁸⁸ Med anledning av att köparen i princip står hela kreditrisken skiljer sig den här formen av likvidanskaffning endast marginellt från traditionell avyttring av tillgångar, oaktat att fakturasäljaren gentemot fakturagäldenären har kvar en rad förpliktelser.⁸⁹

I mångt och mycket uppvisar strukturerad finansiering genom värdepapperisering följaktligen tydliga likheter med factoring. Vid värdepapperisering kvarstår emellertid administrationen inte sällan hos originatorn trots att kreditrisken har övergått vilket i jämförelse med factoring kan tyckas innebära ett omvänt förhållande, vilket kan bero på att huvudsyftet, tillskillnad från vid factoring, inte nödvändigtvis behöver vara att anskaffa likvida medel utan kan grundas i en önskan att påverka redovisningens nyckeltal, renodla verksamheten eller bredda investerarbasen etc.⁹⁰ Den största skillnaden mellan värdepapperisering och factoring, utöver inrättandet av ett specialföretag med enda syfte att äga fordringarna samt emittera obligationer, torde till följd av höga transaktionskostnader vara att värdepapperisering inbegriper en homogen väldefinierad tillgångsmassa med betydande värden och därmed endast ombesörjs av större företag på börsnivå medan factoring genomförs i betydligt mindre omfattning och inte sällan baseras på korta betalningsströmmar. I praktiken förefaller skillnaderna avsevärt mer påtagliga då factoring successivt har kommit att utvecklas till ett slags inkassoförfarande med kredit för små och medelstora företag avseende små och stundom relativt diversifierade fordringar.⁹¹ Vid factoring företas i princip masshantering då factoringföretaget förskotterar en del av fakturabeloppen och administrerar inkassoförhållandet men varken tar några större kreditrisker eller företar närmare analyser av de fordringsförhållanden som inträdes. Trots att fakturaköp teoretisk skulle kunna tänkas uppfylla vissa av de syften som åberopas för finansiering genom värdepapperisering kan det praktiskt sätt inte anses möjligt.⁹²

Det föreligger ingen uttrycklig lagstiftning om factoring, den rättsliga formen för factoring är, *cession* vad gäller fakturaköp, d.v.s. *överlåtelse av fordran* samt *pantsättning av fordran*, som i stort följer samma regler som överlåtelse, se lag (1936:81) om skuldebrev 10 §.⁹³ Inte heller avseende *cession* återfinns direkt lagstiftning, reglerna om enkla skuldebrev är emellertid avsedda att analogt tillämpas även beträffande överlåtelse och pantsättning av sådana fordringar som

⁸⁶ Adlercreutz & Phannestill, Finansieringsformers rättsliga reglering, s. 189.

⁸⁷ Nydrén, SvJT 1995 s. 221 ff.

⁸⁸ Se Adlercreutz & Phannestill, Finansieringsformers rättsliga reglering, s. 189 samt Martinson, Kreditsäkerhet i fakturafordringar, s. 109 ff.

⁸⁹ Nydrén, SvJT 1995 s. 221 ff.

⁹⁰ Se avsnitt 3.1.2.1.

⁹¹ Nydrén, SvJT 1995 s. 221-223.

⁹² A.a. s. 221-223.

⁹³ Lag (1936:81) om skuldebrev benämns härnäst SkbrL.

inte erhållit formen av en betalningsutfästelse från gäldenärens sida, vare sig i ett löpande eller enkelt skuldebrev.⁹⁴ Vid avsaknad av tillämplig lagstiftning företas reglering av factoring gemenligen genom standardavtal och i mångt och mycket föranleds den rättsliga grunden till bestämmelserna i SkbrL. Med anledning av att en faktura i likhet med ett enkelt skuldebrev förkroppsligar fordringen, saknar innehavet av pappret rättslig betydelse, vilket föranleder stor betydelse vid bedömningen av hur sakrättsligt skydd uppnås vid ett sådant förvärv.⁹⁵ I enlighet med bestämmelserna i SkbrL utgör denuntiationsprincipen under sådana omständigheter det sakrättsliga moment som bringar fakturan sakrättsligt skydd. Det är sålunda inte innehavet av fakturan utan ett tydligt meddelande till gäldenären om överlåtelse av fordran som är av avgörande betydelse, se 31 § SkbrL. Utifrån NJA 1977 s. 20 belyses det stränga kravet på denuntiation vid factoring och det framgår av rättsfallet att en påskrift som stipulerar att en faktura skall betalas till factorn inte är tillräckligt för att åtnjuta sakrättsligt skydd. En denuntiation, underrättelse om överlåtelsen (eller pantsättningen), varigenom företagets rätt till fordringen avskäres, måste sålunda framställas.

3.3.3 Leasing

Leasing kan definieras som uthyrning, ett förfarande där en hyresman (leasetagare) ges rätt att på avtalade villkor och under en avtalad period nyttja en tillgång (leasingobjekt) under förutsättning att en på förhand bestämd leasingavgift erläggs uthyraren (leasingbolag). Den klara fördelen med att hyra framför att företa köp är att objektet under en begränsad tid kan nyttjas utan att kapitalinsats, utöver på förhand bestämt hyresvederlag, erfordras.

Leasing återfinns i två former, operationell leasing och finansiell leasing. *Operationell leasing* kan liknas vid ett vanligt hyresavtal eftersom det vanligtvis inbegriper ett tvåpartsförhållande, där ett leasingbolag mot avgift och under en begränsad tid,⁹⁶ tillhandahåller och underhåller ett objekt åt leasetagaren. Leasingbolaget står för service, underhåll, försäkringar och i mångt och mycket den ekonomiska risken, praktiskt sätt innebär operationell leasing således att leasingbolaget förvärvar det aktuella objektet som sedermera hyr ut det till leasetagaren mot en leasingavgift som med marginal täcker uthyrarens utgifter.⁹⁷ På samma sätt som operationell leasing kan liknas vid det ”klassiska” hyresavtalet kan *finansiell leasing* i sin renodlade form sägas utgöra en finansieringsform som förefaller vara ett avbetalningsköp. Finansiell leasing innefattar – om än inte formellt – tre parter, leasetagaren, leasingbolaget och leverantören av hyresobjektet. Leasingbolaget som vanligen utgörs av ett finansbolag förvärvar ett objekt för vilket leasetagaren har uttryckt en önskan att hyra, vartefter leasingavtal upprättas och säljaren ombesörjer leverans av objektet, inte sällan utan att leasingbolaget över huvud tagit befattning med det samma. Vid ett verksamt finansiellt leasingavtal åtnjuter leasingtagaren samtliga ekonomiska förmåner och

⁹⁴ Adlercreutz & Phannestill, Finansieringsformers rättsliga reglering, s. 192.

⁹⁵ A.a. s. 194.

⁹⁶ Vanligtvis är avtalstiden kortare än objektets ekonomiska livslängd och understiger inte sällan tre år.

⁹⁷ Leasingavgiften är tänkt att återspegla finansiella kostnader såsom ränta och avskrivningar samt kostnader för exempelvis service av det leasade objektet.

bär de ekonomiska riskerna förknippade med ägandet av leasingobjektet. Generellt är avtalet inte uppsägningsbart och äganderätten kan, men behöver inte, slutligt övergå till leasetagaren.⁹⁸

Det finns två underkategorier till finansiell leasing, *sale and lease-back* och investerleasing. En *sale and lease-back* transaktion innebär att en ägare säljer en tillgång till en investerare varefter ett avtal om uthyrning istället upprättas parterna emellan. Ett sådant arrangemang inbegriper vanligtvis således endast två parter, finansören och leasetagaren, då objektets säljare och sedermera leasetagare är ett och samma företag. Till skillnad från vid en *sale and lease-back* transaktion är en värdepapperisering tänkt att inbegripa en definitiv överlåtelse och genomförs över en tillgångsmassa med spridda gäldenärer. Ytterligare en väsentlig skillnad mellan de finansiella konstruktionerna är ratingförfarandets stundom omfattande inverkan vid värdepapperisering. *Investorleasing*,⁹⁹ som stundom även kallas refinansieringsleasing innebär i stort att ett leasingbolag överlåter leasingobjekt med tillhörande leasingavtal till ett refinansieringsföretag och samtidigt åtar sig att även fortsättningsvis handha administrationen av leasingavtalen för refinansieringsföretagets räkning.¹⁰⁰ I rättsfallen NJA 1995 s. 367 I och II även kallade *Obligentia-fallen* belyses tydligt problematiken med att ett leasingföretag stod som administrator då det försattes i konkurs och fråga om refinansieringsföretaget uppnått sakrättsligt skydd för sitt förvärv mot leasingföretagets borgenärer uppkom. Investerleasing överensstämmer med strukturen i en värdepapperisering och genom ovan anförda rättsfall blev föreliggande form av refinansiering rättsligt godtagbar varför betydande hänvisningar i det följande kommer att företas vid utredandet av betydelsen av kravet på rådighetsavskärning för uppnående av sakrättsligt skydd inom ramen för en helsvensk värdepapperiseringsstruktur.

3.3.4 Säkerställda obligationer

Svenska banker och kreditmarknadsbolag kan sedan 2004 emittera s.k. säkerställda obligationer (eng. *covered bonds*) efter tillstånd av Finansinspektionen. Sådana värdepapper definieras enligt lag (2003:1223) om säkerställda obligationer 2 § som *obligationer och andra jämförbara skuldförbindelser som är förenade med förmånsrätt i emittentinstitutets*

⁹⁸ Kontraktstiden överensstämmer vanligtvis med objektets ekonomiska livslängd och till skillnad från vid operationell leasing står leasetagaren vid finansiell leasing själv för utgifter vad gäller service, underhåll, försäkringar etc. Leasingavgiften inbegriper således endast de kostnader som leasinggivaren har för anskaffningen, finansiella kostnader och eventuellt andra överenskomna kostnader.

⁹⁹ En sådan verksamhet inbegriper, i likhet med grundstrukturen av leasing, tre parter: en investor, ett finansbolag (leasingföretag) och en leasetagare (en hyresman). Den här finansiella konstruktionen innebär förenklat följaktligen att investorn från finansbolaget förvärvar den egendom som finansbolaget leasat ut till leasetagaren. Efter förvärvet har investorn möjlighet att använda egendomen som avskrivningsunderlag, vilket får till följd att beskattningen av investorns löpande vinster i rörelsen skjuts upp. I SOU 1994:120 s. 235 ff. beskrivs två huvudtyper av investerleasing: *tvåpartsleasing* som innebär cession av samtliga rättigheter från finansbolaget till investorn samt *trepartsleasing* som föregås av ett ovan anført ”*sale and lease-back*” avtal, vilket föranleder att finansbolaget kvarstår om part i förhållandet till leasetagaren.

¹⁰⁰ Se Adlercreutz & Phannenstill, Finansieringsformers rättsliga reglering, s. 177 samt Forsell, JT 1995-96 s. 1113 f.

säkerhetsmassa. Med anledning av att viss egendom, säkerhetsmassan, reserveras i huvudsak för obligationsinnehavarnas fordringar, föranleder säkerställda obligationer att investeraren ges ”förtur” till vissa tillgångar hos emittenten i händelse av konkurs, vilket medför att de anses säkrare än vanliga obligationer.¹⁰¹ I enlighet med ovan nämnda lag skall tillgångarna antecknas i ett särskilt register, de skall uppfylla vissa kvalitetskrav och deras värde skall överstiga värdet av de säkerställda obligationerna. Säkerställda obligationer är förenade med förmånsrätt vid emittentinstitutets konkurs, vilket innebär att innehavare av obligationerna har särskild förmånsrätt med bästa rätt i säkerhetsmassan.¹⁰² Det som emellertid väsentligen skiljer säkerställda obligationer åt från värdepapperisering, som avses inom ramen för den här studien är att tillgångarna alltså kvarstår i det emitterande företaget och följaktligen inte, som vid värdepapperisering, överförs till ett specialupprättat företag.¹⁰³ Den sakrättsliga problematik som granskas i förevarande framställning torde med det anförda som grund vara betydligt mindre påtaglig vid säkerställda obligationer än vid mer traditionella värdepapperiseringstransaktioner.

Säkerställda obligationer föranleder sålunda sammantaget inte någon regulatorisk kapitalkravs fördel då de alltså kvarstår i balansräkningen, vilket innebär att de i praktiken egentligen utgör obligationer pantsatta mot en portfölj. Enligt yrkesverksamma specialiserade på strukturerad finansiering har marknaden med säkerställda obligationerna idag i princip helt ersatt värdepapperisering i Sverige då de utgör en utestående marknad om cirka 1600 miljarder.¹⁰⁴

¹⁰¹ https://www.riksdagen.se/templates/RGK_Templates/WordPage___17097.aspx, den 25 april 2011.

¹⁰² Prop. 2002/03:107 s. 21.

¹⁰³ Vid säkerställda obligationer kvarstår följaktligen fordringarna på originatorns balansräkning. Se Deacon, *Global Securitisation and CDOs*, s. 2 f., 118-25, samt 469.

¹⁰⁴ Det anförda baseras på vad som framkommit under intervjuer och informationsmöten med yrkesverksamma jurister, specialiserade på strukturerad finansiering.

4 Rättslig reglering av överlåtelse av tillgångar inom ramen för en värdepapperisering

4.1 Regelverk vid strukturering av en svensk värdepapperisering

Den finansiella kris som till stor del orsakades av excesser i de finansiella marknaderna i kombination med att det ur ett historiskt perspektiv var mycket billigt att låna pengar medförde att finansiering genom värdepapperisering under en tid i stor utsträckning frångicks till förmån för andra finansieringsformer. Trots en regressiv popularitet efter finanskrisen har emellertid finansieringsformen vunnit allmän internationell acceptans och utgör idag ett av de vanligaste sätten att företa strukturerad finansiering.

Det har under snart en tjugo års period förts ett framåtriktat arbete i syfte att utreda huruvida förutsättningarna för att genomföra värdepapperisering i Sverige bör ändras. Arbetet påbörjades år 1994 då Finansdepartementet gav justitierådet Torkel Gregow i uppdrag att utreda huruvida förutsättningarna för att genomföra värdepapperisering borde ändras.¹⁰⁵ År 1998 framställdes av Finansdepartementet promemorian ”*Bättre förutsättningar för värdepapperisering*” Ds 1998:71, vilken presenterade en utredning över det faktum att det var ekonomiskt oförmånligt att i sin helhet genomföra värdepapperisering i Sverige. Promemorians förslag innebar att verksamhet som består i att vid något eller några tillfällen förvärva fordringar eller fordringsstockar skulle undantas från lagen (1992:1610) om finansieringsverksamhet under förutsättning att verksamheten inte finansieras genom löpande upplåning från allmänheten.¹⁰⁶ Lagändringen infördes och fick till följd att specialföretag undantogs från lagens bestämmelser om tillstånd och kapitaltäckning under förutsättning att därtill erforderliga krav uppfylldes. Värdepapperisering har därefter kommit att bli allt mer förekommande på den svenska marknaden och effekterna av finansieringsformen har från politiskt håll bedömts i positiva ordalag. Regeringen anser numera att det för svenska företag bör möjliggöras att företa värdepapperiseringar i Sverige på villkor som motsvarar de som stipuleras i utlandet.¹⁰⁷ Som främsta argument för att i praktiken underlätta värdepapperiseringar inom Sveriges gränser har primärt framhållits förutsättningar för samhällsekonomiska vinster genom lägre kapitalkostnader och ökade vinster.

Utöver lag (2003:1223) om utgivning av säkerställda obligationer,¹⁰⁸ finns det i Sverige ingen specifik lag som reglerar värdepapperisering. Det finns sålunda heller ingen lag som förbjuder värdepapperisering utan i stället tillämpas de generella lagarna som reglerar avtalsrätt, fordringsrätt, associationsrätt och insolvensrätt samt allmänna föreskrifter och självreglering etc.¹⁰⁹ Det följande

¹⁰⁵ Justitierådet Torkel Gregow, den 25 maj 1994, PM angående de rättsliga förutsättningarna att genomföra värdepapperisering i Sverige.

¹⁰⁶ Ds 1998:71 s. 5 f.

¹⁰⁷ Se exempelvis Regeringens kommentar angående föreslagna lagändringar i Ds 1998:71.

¹⁰⁸ Lagen trädde i kraft den 1 juli 2004 och innehåller bestämmelser om svenska bankers och kreditmarknadsföretags rätt att ge ut säkerställda obligationer.

¹⁰⁹ Johansson, Securitisation 2011 – Sweden, avsnitt 7.1.

syftar följaktligen till att presentera en översiktlig redogörelse av sådana generella tillämpliga regelverk som omgärdar struktureringen av en helsvensk värdepapperisering.

4.1.1 Kapitaltäckningskravet

Det har ovan konstaterats att en av de huvudsakliga anledningarna till att värdepapperisering i sin helhet inte genomförts i Sverige har varit att specialföretaget har varit underkastat kapitaltäckningskravet. Krav på kapitaltäckning innebär, enkelt uttryckt, att en viss andel av kreditinstituts och värdepappersbolags tillgångar och åtaganden skall motsvaras av en s.k. kapitalbas bestående bl.a. av eget kapital.¹¹⁰

4.1.2 Originatorns överlåtelse av fordringar

Det faktum att en borgenär fritt kan överlåta sin rätt enligt ett kreditavtal utgör en grundläggande princip på det civilrättsliga området och en av de viktigaste fordringsrättsliga reglerna i en marknadsekonomi.¹¹¹ Den primära anledningen härtill torde vara att gäldenären på så sätt inte anses försatt i en sämre situation till följd av överlåtelsen; eftersom gäldenären likväl är skyldig att fullgöra sin prestation även efter en överlåtelse torde det vara likgiltigt gentemot vem förpliktelsen de facto uppfylls. Värdepapperisering av krediter, d.v.s. fordringar som har uppkommit på grund av en kredit, innebär en sådan överlåtelse, vilket får till följd att all den rätt till prestation som överlåtarens innehade överföres på förvärvaren.¹¹² Partsbytet sker följaktligen som huvudregel genom, s.k. *cession*, överlåtelse av rätten att ta emot en prestation.¹¹³

4.1.2.1 Överlåtelse av enkla skuldebrev

Vid överlåtelse av fordringar gäller alltså att gäldenärens ställning inte får försämrats till följd av överlåtelsen. Omvänt gäller att överlåtelsen inte får medföra att förvärvaren eller någon framtida förvärvare gentemot gäldenären försätts i en bättre ställning än den ursprungliga borgenären hade.¹¹⁴ Det anförda innebär följaktligen att förvärvaren inträder i överlåtarens rätt mot gäldenären. För enkla skuldebrev stadgas principen i lag (1936:81) om skuldebrev, 27 § men är allmänt tillämplig. Då regeln är dispositiv har gäldenären möjlighet att avtalsvis avstå från rätten att åberopa invändningar grundade på förhållandet till den ursprungliga borgenären gentemot förvärvare av fordringen.¹¹⁵ Sådana överenskommelser benämns i praktiken som *cut off-klausuler* och kan vid behov komma att jämkas enligt lag (1915:218) om avtal och andra rättshandlingar på förmögenhetsrättens

¹¹⁰ Se prop. 2000/01:19 s. 16 samt Ds 2010:40 om ändrade kapitaltäckningsregler.

¹¹¹ Principen är tillämplig på alla typer av fordringar, d.v.s. såväl fordringar i allmänhet som konsumentfordringar. Se vidare Ds 1998:71 s. 77.

¹¹² Adlercreutz, Axel, Finansieringsformers rättsliga reglering, s. 29.

¹¹³ Vad gäller förpliktelseöverlåtelse, *substitution*, när gäldenären överlåter sin skyldighet att betala är förhållandet annorlunda och ett sådant förhållande faller utanför förevarande framställning då det inom ramen för en värdepapperiseringsstruktur endast torde bli aktuellt att den ursprungliga borgenären (originatorn) överför sin rätt på förvärvaren (specialföretaget).

¹¹⁴ Ds 1998:71 s. 77.

¹¹⁵ I de fall ett skuldebrev eller annan rättshandling har upprättats för skens skull blir den emellertid alltid giltig till förmån för en godtroende förvärvare, enligt 34 § AvtL (jfr 27 § SkbrL).

område (AvtL) 36 §. Beträffande konsumentkrediter är emellertid regeln tvingande.

4.1.2.2 Överlåtelse av löpande skuldebrev

Utöver vad som ovan allmänt anförts om fordringsöverlåtelser skiljer sig reglerna för löpande skuldebrev och andra löpande fordringsbevis åt från dem som tillämpas vid enkla skuldebrev. Vid överlåtelse av löpande skuldebrev inträder, till följd av principen om handlingars negotiabilitet, förvärvaren inte direkt i överlåtarens rätt mot gäldenären. Principen stipulerar att s.k. extingibla invändningar, såsom att skuldförhållandet upphört eller förändrats genom avtal, som gäldenären hade kunnat framställa mot en borgenär inte längre kan göras gällande mot en godtroende förvärvare av fordringen.¹¹⁶ Av SkbrL 16-17 §§ framgår emellertid att vissa bestående invändningar även kan riktas mot godtroende förvärvare.¹¹⁷

4.1.2.3 Överlåtelse av konsumentkrediter

Konsumentkreditlag (2010:1846)¹¹⁸ som trädde ikraft den 1 januari 2011 har ersatt 1992 års konsumentkreditlag (1992:830). Lagen är anpassad efter Europaparlamentets och rådets direktiv 2008/48/EG av den 23 april 2008 om konsumentkreditavtal och om upphävande av rådets direktiv 87/102/EG (konsumentkreditdirektivet) och gäller enligt 1 § kredit som en näringsidkare lämnar eller erbjuder en konsument. Lagen gäller även kredit som lämnas eller erbjuds en konsument av någon annan än en näringsidkare, i de fall krediten förmedlas av en näringsidkare som ombud för kreditgivaren. Att överlåtelse av konsumentkrediter i princip får ske torde framgå indirekt av KkrL 28 §.¹¹⁹

4.1.2.4 Överlåtelse av bostadskrediter

Med anledning av att bostadskrediter utgör en typ av konsumentkrediter gäller de skyddsregler för konsumenter som uppställs i KkrL även för sådana krediter. Det är generellt sätt enklare att företa värdepapperisering av löpande skuldebrev än enkla skuldebrev varför en fråga på området för värdepapperisering som tillmätts intresse är den huruvida bostadskrediter i praktiken utgör löpande skuldebrev. Utifrån praxis antyds stundom att vad som betraktats som löpande skuldebrev inte alltid är fullt så löpande som en första anblick kan ge sken av, i vart fall inte beträffande konsumentlån.¹²⁰ Det skulle följaktligen kunna ifrågasättas om inte den löpande formen vad gäller exempelvis invändningsrätt och betalningar i praktiken har missbrukats då bostadslån i Sverige dokumenteras som löpande skuldebrev men i praktiken inte hanteras som sådana då anteckningar avseende

¹¹⁶ Ds 1998:71 s. 78.

¹¹⁷ Bestående invändningar som även kan åberopas mot en godtroende förvärvare av skuldebrevet kan exempelvis utgöras av åberopande av betalningar som kan förväntas vara erlagda, t.ex. ränta och amortering enligt plan i skuldebrevet, samt sådana som hänger samman med avsaknad av avtal eller rättsskapande förmåga att överhuvudtaget ingå aktuell förbindelse.

¹¹⁸ Hädanefter benämnd KkrL.

¹¹⁹ Se FFFS 2005:3 Finansinspektionens allmänna råd, om krediter i konsumentförhållanden.

¹²⁰ Se exempelvis NJA 2010 s. 467

amorteringar generellt inte tillfogas skuldebrev som inte heller återfås vid lösen.¹²¹

4.1.3 Specialföretagets förvärv av tillgångar

Förfarandet med finansiering genom värdepapperisering har, i enlighet med vad som ovan anförts, aldrig varit olagligt i Sverige men tillämpningen lyste trots det länge med sin frånvaro. Den främsta anledningen därtill torde ha varit att specialföretagets verksamhet med att förvärva fordringar betraktades utgöra finansieringsverksamhet och träffades följaktligen av kraven på kapitaltäckning. Av den anledningen har det sedan början av 1994,¹²² förts omfattande utredningsarbeten i syfte att utreda huruvida förutsättningarna för att genomföra värdepapperisering i Sverige borde förbättras.¹²³ Till följd av otaliga utredningar företogs föreslagna lagändringar, vilket fick till följd att specialföretag under vissa förutsättningar undantogs från viss reglering¹²⁴. Lagändringen innebar huvudsakligen att undantag från tillståndsplikt vid värdepapperisering infördes då tillstånd inte skulle krävas för finansieringsverksamhet som drevs av ett aktiebolag eller en ekonomisk förening, d.v.s. specialföretaget, om verksamheten bestod i att vid *enstaka tillfällen*,¹²⁵ förvärva fordringar och medel för verksamheten inte löpande anskaffades från allmänheten.¹²⁶ Genom införandet av lagen (2004:297) om bank- och finansieringsrörelse upphävdes bankrörelselagen (1987:617), lagen (1992:1610) om finansieringsverksamhet samt lagen (1987:621) om införande av ny banklagstiftning. Med anledning av att införandet av lagen inte, för det här sammanhanget, har föranlett några relevanta materiella förändringar utan samma undantag även stipuleras i lagen om bank- och finansieringsrörelse är det tillräckligt att konstatera att specialföretag ännu enligt gällande regler kan komma att omfattas av undantaget från att utgöra finansieringsverksamhet. Ett specialföretag som i form av aktiebolag eller ekonomisk förening vid tre tillfällen förvärvar fordringar och inte löpande från allmänheten anskaffar medel för sin verksamhet, torde följaktligen inte behöva tillstånd från Finansinspektionen för sin verksamhet eller kapitaltäckning.¹²⁷

¹²¹ Rättsfrågan är ur ett praktiskt perspektiv mycket intressant men skall inte vidare utredas inom ramen för förevarande framställning.

¹²² Arbetet påbörjades i mars år 1994 då Finansdepartementet gav justitierådet Torkel Gregow i uppdrag att utreda huruvida förutsättningarna för att genomföra värdepapperisering borde ändras.

¹²³ År 1998 framställdes av Finansdepartementet promemorian, *Bättre förutsättningar för värdepapperisering* Ds 1998:71, vilken presenterade en utredning över det faktum att det var ekonomiskt oförmånligt att i sin helhet genomföra värdepapperisering i Sverige. Se bl.a. även Banklagskommitténs betänkande, *Reglering och tillsyn av banker och kreditmarknadsföretag*, SOU 1998:160, prop. 2000/01:19 *Bättre förutsättningar för värdepapperisering*, motion 2000/01:Fi10 som avstyrktes samt Finansutskottets betänkande 2000/01:FiU17 som tillstyrkte regeringens förslag.

¹²⁴ Lag (1992:1610) om finansieringsverksamhet är nu upphävd.

¹²⁵ Det framgår av prop. 2000/01:19 s. 22 att begreppet ”enstaka tillfällen” enligt regeringens bedömning i vart fall bör innebära att specialföretaget kan förvärva fordringar vid tre tillfällen under dess verksamhetstid.

¹²⁶ I Finansutskottets betänkande 2000/01:FiU17 tillstyrktes regeringens förslag (prop. 2000/01:19) och till följd därav avstyrktes motion 2000/01:Fi10.

¹²⁷ Se prop. 2000/01:19 s. 22.

4.1.4 Investerarnas ställning och rätt till information

Genom att företa investering i obligationer emitterade av ett specialföretag inom ramen för en värdepapperiseringsstruktur försätts investeraren indirekt i originatorns ursprungliga situation. Det anförda innebär att specialföretagets uppnående av sakrättsligt skydd är av största vikt även för investerarna då deras placeringar i obligationerna riskerar att förlora sitt värde i fall en originator skulle hamna på obestånd och dess borgenärer göra anspråk på den underliggande tillgångsportföljen. Relevant och utförlig information om specialföretaget i en värdepapperiseringsstruktur samt vilka förutsättningar som är gällande beträffande värdepappren är sålunda av väsentlig betydelse för att potentiella investerare skall kunna företa en välgrundad bedömning. Sådan viktig information erhålles företrädesvis från emissionsprospekt och börsprospekt.¹²⁸ Just informationsgivning var emellertid något som i stor utsträckning saknades under upptakten till den finansiella krisen, varför nya regler numera ålägger såväl originatorer som specialföretag att företa kontinuerlig uppdatering av sin informationsgivning.¹²⁹

¹²⁸ Ds 1998:71 s. 95.

¹²⁹ Se exempelvis Ds 2010:40 för de nya reglerna om information.

5 Kravet på rådighetsavskärande inom svensk sakrätt

5.1 Sakrättsligt skydd

De fordringar som specialföretaget förvärvar inom ramen för en värdepapperiseringsstruktur är i regel specialföretagets enda reella tillgång, varför det är av väsentlig betydelse för investerarna att förvärvet blir sakrättsligt skyddat. Vid avsaknad av sakrättsligt skydd, i det fall originatorn försätts i konkurs och dess borgenärer gör anspråk på tillgångsportföljen, skulle placering i de emitterade obligationerna annars kunna förlora sitt värde.¹³⁰ Tidigare uppställdes det i svensk rättspraxis ett strikt krav på rådighetsavskärande av överlåtarens betalnings- och förfogandelegitimationen för förvärvarens uppnående av borgenärsskydd. Det kan emellertid konstateras att Högsta domstolen i ett antal domar har tillerkänt sakrättsligt skydd trots att överlåtaren har haft kvar viss rådighet. Då kravet på rådighetsavskärande inom svensk sakrätt följaktligen inte längre torde vara absolut råder det osäkerhet om vart gränsen de facto går och hur mycket rådighet en överlåtare sålunda kan tillåtas ha kvar innan det inverkar på förvärvarens uppnående av sakrättsligt skydd över det överlåtna.¹³¹

Borgenärsskydd och omsättningsskydd brukar gemensamt benämnas sakrättsligt skydd och innebär skydd mot överlåtarens borgenärer respektive skydd mot anspråk från tredjeman.¹³² Konfliktsituationen som föregår borgenärsskydd består i att förvärvaren menar sig ha erhållit en sakrätt, i det här sammanhanget en äganderätt, i ifrågavarande egendom medan överlåtarens borgenärer menar att egendomen alltjämt kan användas till att täcka överlåtarens övriga skuldförpliktelser.¹³³ Begreppet borgenärsskydd innebär inom ramen för en värdepapperiseringsstruktur följaktligen att specialföretaget besitter en skyddad äganderätt över fordringarna i förhållande till originatorns borgenärer. Med begreppet omsättningsskydd avses istället förvärvarens skydd i de fall konkurrerande sakrättsliga anspråk avseende samma egendom föreligger och någon form av omsättning har föregått anspråken.¹³⁴ Med anledning av att konkurrerande anspråk inte i nämnvärd mån torde aktualiseras inom ramen för en värdepapperiseringsstruktur skall det kommande uteslutande beröra sakrättsligt skydd utifrån perspektivet borgenärsskydd.

¹³⁰ Ds 1998:71 s. 100.

¹³¹ Förhållningsreglerna är liknande vid överlåtelse respektive pantsättning, om än något strängare vad gäller det sist nämnda men med anledning av den här studiens avgränsningsområde skall endast transaktioner av överlåtelsekaraktär i mesta möjliga mån behandlas.

¹³² Det är dock inte ovanligt att, vilket stundom torde föranleda visst missförstånd, termen sakrättsligt skydd används även då fråga om endast borgenärsskydd åsyftas, för sådan begreppsanvändning se exempelvis NJA 1997 s. 660 och NJA 1998 s. 379.

¹³³ Henriksson, Sakrättsliga moment och deras ekonomiska konsekvenser, s. 48 f.

¹³⁴ Henriksson, Sakrättsliga moment och deras ekonomiska konsekvenser, s. 49 f. se även Hessler, Allmän sakrätt, s. 30 f. och Myrdal, Staffan Borgenärsskyddet – om principerna för skyddet mot överlåtarens och pantsättarens borgenärer, s. 28.

5.1.1 Syftet med de sakrättsliga momenten för borgenärsskydd

Inom ramen för värdepapperisering avses med sakrättsliga moment de rekvisit som skall vara uppfyllda för att en förvärvare skall kunna erhålla sakrättsligt skydd, gentemot överlåtarens borgenärer, *borgenärsskydd*, eller annan förvärvare som har sakrättsliga anspråk på samma egendom, *omsättningskydd*.¹³⁵ Inom ramen för sakrätt föreligger olika krav avseende när sakrättsligt skydd uppkommer och förhållningssätten skiljer sig avsevärt olika rättssystem emellan. Enligt anglosaxisk rätt utgör avtalsprincipen huvudregel, vilket innebär att sakrättsligt skydd uppkommer redan genom avtalet.¹³⁶ I Sverige är istället traditionsprincipen dominerande vilket har fått till följd att betydligt strängare krav vad gäller rådighetsavskärning gör sig gällande.¹³⁷ Allmänt kan framhållas att det främsta syftet bakom kravet på sakrättsliga moment för borgenärsskydd anses vara att förhindra att gäldenären, i händelse av eller annars nära förestående obestånd, företar ej allvarligt menade transaktioner, *skentransaktioner*, eller falskeligen påstår att viss överlåtelse har ägt rum, *efterhandstransaktioner*, i syfte att undandra egendom från sina borgenärer.¹³⁸ Syftet med de sakrättsliga momenten för borgenärsskydd är följaktligen att de skall medföra en viss uppoffring och därmed föranleda att skentransaktioner eller efterhandstransaktioner, d.v.s. sådana för borgenärerna svikliga handlingar¹³⁹, undvikas.¹⁴⁰

Inom svensk sakrätt föreligger vidare olika rekvisit avseende när sakrättsligt skydd uppkommer beroende av vilken typ av egendom som överlåtelsen avser. Äganderättens objekt, egendomen, kan bestå av fast egendom och lös egendom. I enlighet med Jordabalk (1970:994),¹⁴¹ 1 kap 1 § utgör fast egendom jord, som är indelad i fastigheter och i 2 kap ges uttryckliga bestämmelser över vad som anses utgöra fastighetstillbehör. Definitionen av lös egendom framgår e contrario av JB 1 kap 1 § och inbegriper sålunda sådant som inte utgör jord. Sådan lös egendom som utgör naturligt flyttbara föremål kallas lösöre och inkluderar exempelvis: bilar, båtar, värdepapper, enkla skuldebrev och skriftliga fordringsbevis etc.¹⁴²

¹³⁵ Henriksson, Per, Sakrättsliga moment och deras ekonomiska konsekvenser, s. 27.

¹³⁶ Även enligt svensk rätt ansågs en köpare vara skyddad mot säljarens borgenärer redan genom avtalet vid tiden för införandet av 1734 års lag, fastän sakrättsligt skydd vid pantsättning av lösöre krävde tradition, se 10:1 HB.

¹³⁷ Det råder i doktrinen och på senare tid även i praxis, (se exempelvis Håstads tillägg till NJA 2008 s. 684 där argument framförs mot traditionsprincipen), delade meningar om huruvida traditionsprincipen i praktiken har spelat ut sin roll. Se bl.a. Millqvist, JT 2008-9 s. 115 samt Millqvist, Festskrift till Lars Heuman.

¹³⁸ Se Myrdal, Borgenärsskyddet: Om principerna för skyddet mot överlåtarens och pantsättarens borgenärer, s. 40 f. samt Myrdal, JT 2002-03 s. 472. Syftet att förhindra borgenärsbedrägerier framhålles exempelvis i NJA 1979 s. 451, NJA 1985 s. 159, NJA 1987 s. 3 samt NJA 1988 s. 257.

¹³⁹ Sådana mot borgenärer riktade svikliga handlingar benämns stundom gemensamt för borgenärsbedrägerier.

¹⁴⁰ Att det primära syftet med sakrättsliga moment för borgenärsskydd är att förhindra borgenärsbedrägerier framgår särskilt tydligt av NJA 1995 s. 367 I och II. I rättsfallet uttalar HD ”Det grundläggande syfte som kravet på sakrättsligt moment är avsett att tillgodose är att förhindra skentransaktioner, d.v.s. transaktioner som inte är allvarligt menade då de företas eller som är konstruerade i efterhand”. Jfr även NJA 1998 s. 545.

¹⁴¹ Hädanefter benämnd JB.

¹⁴² Med hänvisning till förevarande studies avgränsningsområde kommer endast behandling av lös egendom att företas.

5.1.2 Köparens skydd mot säljarens borgenärer

Nedan följer en översiktlig sammanställning över relevanta omständigheter som föranleder att köpare i affärstransaktioner erhåller sakrättsligt skydd mot säljarens borgenärer, d.v.s. de sakrättsliga momenten. De sakrättsliga momenten hänförs generellt till en viss tidpunkt som har kommit att kallas för den kritiska tidpunkten.

5.1.2.1 Vid tradition – Traditionsprincipen

Huvudregeln vid köp av lös egendom är inom svensk sakrätt att borgenärsskydd uppkommer genom att överlåtaren traderar, överlämnar, egendomen till förvärvaren.¹⁴³ Traditionsprincipen innebär enkelt uttryckt följaktligen att skydd mot säljarens borgenärer uppnås genom tradition, d.v.s. överlämnande av det aktuella objektet.¹⁴⁴ Väsentligt är att säljaren avskärs rådgigheten över det överlåtna, den faktiska möjligheten att förfoga skall sålunda överflyttas från överlåtaren till förvärvaren. För erhållande av sakrättsligt skydd krävs vidare att besittningsförändringen är bestående, endast tillfälliga besittningsförändringar uppfyller inte traditionskravet och har i rättspraxis behandlats som skentransaktioner eller i vart fall underkänts.¹⁴⁵ Sådana lagstridiga besittningsförändringar som exempelvis företas genom egenmäktigt förfarande, medför inte heller att traditionskravet uppfylls.¹⁴⁶

5.1.2.2 Vid denuntiation – Denuntiationsprincipen

Vid förvärv av enkla skuldebrev och vanliga fordringsrätter erhåller förvärvaren skydd mot överlåtarens borgenärer vid denuntiation, underrättelse, till gäldenären.¹⁴⁷ Enligt denuntiationsprincipen uppkommer sakrättsligt skydd sålunda genom att tredje man blir denuntierad, d.v.s. underrättad, om transaktionen. I det fall en köpt vara är i tredje mans besittning är det tillräcklig att denne tredje man underrättas, varan behöver på så sätt inte komma i köparens besittning. Det bör noteras att en denuntiation skall ha samma verkan som tradition, rådgigheten över det överlåtna skall följaktligen överflyttas från säljare till köpare.¹⁴⁸

5.1.2.3 Vid avtalet – Avtalsprincipen

Sakrättsligt skydd kan, något förenklat, uppkomma redan genom ingånget avtal, vilket föranleder att varken tradition, denuntiation eller annat sakrättsligt moment behöver företas för att sakrättsligt skydd skall uppkomma genom tillämpning av

¹⁴³ Traditionsprincipen är följaktligen exempelvis tillämplig vid köp av varor (lösören), värdepapper i form av löpande skuldebrev, aktier (i det fall det gäller aktiebrev) och konossement.

¹⁴⁴ Det är emellertid viktigt att notera att traditionsprincipen inbegriper förtydliganden över när överlämnande juridiskt får anses ha skett.

¹⁴⁵ Se exempelvis NJA 1930 s. 306 och NJA 1985 s. 178.

¹⁴⁶ Folkesson, Företaget i ekonomisk kris, s. 27.

¹⁴⁷ Denuntiationsprincipen infördes definitivt genom lag (1936:81) om skuldebrev och genom lag (1936:88) om pantsättning av lös egendom som innehavs av tredje man, infördes principen även beträffande pantsättning av lösa saker hos tredje man och tillämpas dessutom vid köp (och annan överlåtelse) av lös sak hos tredje man.

¹⁴⁸ Folkesson, Företaget i ekonomisk kris, s. 27 f.

avtalsprincipen.¹⁴⁹ Avtalsprincipen utgjorde huvudprincipen vid överlåtelse enligt 1734 års lag och vad gäller överlåtelse av fast egendom är principen än i dag tillämplig för uppfyllande av borgenärsskydd, men emellertid inte för omsättningsskydd.¹⁵⁰ Vidare är avtalsprincipen tillämplig avseende överlåtelse av byggnad på annans mark, patent och vissa andra immateriella rättigheter.¹⁵¹

5.1.2.4 Specialfall – Registrering och märkning

Vid överlåtelse av lös egendom utgör, i enlighet med vad som anförts ovan, traditionsprincipen huvudregeln vid uppnående av tillförlitligt borgenärsskydd. Tradition, d.v.s. besittningsövergång, kan emellertid ersättas eftersom sakrättsligt skydd även kan uppkomma efter registrering enligt lösöreköpslagen,¹⁵² stundom förenat med kungörande,¹⁵³ eller när det gäller vissa speciella slag av lösöre, inskrivning i särskilda register.¹⁵⁴

Vad anbelangar förvärv av skepp, d.v.s. fartyg som är större än 12 x 4 meter, erhåller förvärvaren sakrättsligt skydd vid ansökan om registrering.¹⁵⁵ I enlighet med lag (1994:302) om köparens rätt till märkt virke, stipuleras att en köpare av virke erhåller sakrättsligt skydd mot säljarens borgenärer redan i samband med att virket märks. Märkningen ersätter emellertid inte tradition, vilket innebär att virket anses finnas kvar i säljarens besittning och vid händelse av köparens obestånd har säljaren kvar sin stoppningsrätt. I en sådan situation har såväl säljare som köpare ett visst sakrättsligt skydd gentemot varandras borgenärer.¹⁵⁶

5.1.3 Aktiv och passiv betalningslegitimation

Betalningslegitimation kännetecknar en gäldenärs förpliktelse och rätt att med befriande verkan betala sin skuld till den som är betalningslegitimerad.¹⁵⁷ Med betalningslegitimation avses sålunda dels gäldenärens skyldighet att på grund av framlagd bevisning erlagga betalning till den som framstår som rätt borgenär (*aktiv betalningslegitimation*), dels gäldenärens rättighet att gentemot den verkliga borgenären åberopa betalning som det senare visar sig blivit erlagd till fel person (*passiv betalningslegitimation*).¹⁵⁸ Beträffande enkla skuldebrev stipuleras i SkbrL 29 § att gäldenären kan erlagga betalning till överlåtaren, d.v.s. den

¹⁴⁹ Henriksson, P, Sakrättsliga moment och deras ekonomiska konsekvenser, s. 27 f.

¹⁵⁰ Se NJA 2007 s. 652.

¹⁵¹ Med anledning av att immaterialrätter utgör objekt som inte är besittningsbara är inte traditionsprincipen tillämplig, varför sakrättsligt skydd generellt erhålles i samband med avtalet. I det fall immaterialrätten är registrerad kopplas skyddet emellertid istället till registrering i det aktuella registret. Se Henriksson, Per, Sakrättsliga moment och deras ekonomiska konsekvenser, s. 91 samt jfr NJA 1952 s. 407 avseende byggnad på annans mark och prop. 1987/88:4 s. 18 f. avseende patent.

¹⁵² Lag (1845:50 s. 1) om handel med lösören, som köparen låter i säljarens vård kvarbliva, (LkL).

¹⁵³ Henriksson, Sakrättsliga moment och deras ekonomiska konsekvenser, s. 27 f.

¹⁵⁴ Sådant sakrättsligt skydd uppkommer exempelvis då inskrivning eller registrering av ifrågavarande förvärv företas hos myndighet, bl.a. vid inskrivning i enlighet med bestämmelserna i JB eller registrering enligt lösöreköpslagen, se bl.a. NJA 1997 s. 660.

¹⁵⁵ Bestämmelsen om registrering återfinns i sjölag (1994:1009) 2 kap. 9 §. Vid förvärv av båtar utgörs emellertid det sakrättsliga momentet som huvudregel av tradition.

¹⁵⁶ Folkesson, Företaget i ekonomisk kris, s. 29.

¹⁵⁷ Sådant betalning av skuld innebär konkret att gäldenären rätteligen kan avräkna betalningen mot sin skuld.

¹⁵⁸ Ds 1998:71 s. 89.

”ursprunglige” borgenären, med befriande verkan under förutsättning att gäldenären är i god tro om överlåtelsen.¹⁵⁹ Bestämmelsen anses analogt tillämplig på andra icke löpande fordringar och medger sammantaget att gäldenären så länge denne inte är medveten om att en överlåtelse av en enkel fordran har skett, med befriande verkan kan erlægga betalning till den tidigare borgenären, d.v.s. den senast legitimerade borgenären.¹⁶⁰ Avseende löpande skuldebrev är huvudregeln i stället att gäldenären endast kan erlægga betalning med befriande verkan till innehavaren av skuldebrevet, jfr SkbrL 13, 19 och 10 §§. Betalningslegitimation avser följaktligen att klargöra vem som rätteligen kan kräva betalning samt till vem gäldenären rätteligen kan erlægga betalning med befriande verkan.¹⁶¹

5.1.4 Förfogandelegitimation

Med förfogandelegitimation avses möjligheten att rätteligen överlåta eller pantsätta egendom med verkan att förvärvaren eller panthavaren erhåller sakrättsligt skydd.¹⁶² Legitimationen reglerar sålunda borgenärens förhållande till tredje man. Det anförda innebär att då en förvärvare eller pantsättare erhåller omsättningsskydd avskärs överlåtarens förfogandelegitimation och denne kan följaktligen inte längre förfoga över egendomen med sakrättslig verkan.¹⁶³ Av förvärvaren uppnått omsättningsskydd föranleder följaktligen att överlåtaren förlorar möjligheten att överlåta eller pantsätta egendomen ifråga till annan.¹⁶⁴ Legitimationsreglerna vid förfogandelegitimation liknar dem som tillämpas vid betalningslegitimation men den primära skillnaden utgörs av att vid förfogandelegitimation fokuseras intresset främst på borgenärens förhållande till tredje man snarare än till borgenärens förhållande till gäldenären.¹⁶⁵

5.1.5 Mottagandelegitimation

Överlåtarens mottagandelegitimation anses vara avskuren då tredje man inte längre med befriande verkan kan lämna tillbaka egendomen till överlåtaren, och denne i det här läget inte längre är passivt legitimerad att emotta egendomen.¹⁶⁶ Konfliktsituationen som föregår diskussionen om avskuren mottagandelegitimation är när tredje man som innehafvare av egendom för överlåtarens räkning lämnar ifrån sig egendomen. I likhet med betalning med befriande verkan beträffande enkla skuldebrev kan tredje man återlämna egendomen till överlåtaren

¹⁵⁹ Det samma gäller för pantsättning i enlighet med SkbrL 10 §.

¹⁶⁰ Ds 1998:71 s. 89.

¹⁶¹ En borgenärs passiva betalningslegitimation föregås av konfliktsituationen mellan förvärvaren och tredje man (gäldenären) då den sistnämnde önskar erlægga betalning till överlåtaren, den ursprunglige borgenären och dymedelst även den ursprunglige innehavaren av fordran, istället för till förvärvaren. Aktiv betalningslegitimation avser istället överlåtarens rätt att kräva gäldenären på betalning samt att göra dröjsmålsåtgärder gällande i det fall rättidig betalning inte sker. Se vidare Myrdal, JT 2002-03, s. 469 f.

¹⁶² Henriksson, Sakrättsliga moment och deras ekonomiska konsekvenser, s. 50 samt Myrdal, Borgenärsskyddet: Om principerna för skyddet mot överlåtarens och pantsättarens borgenärer, s. 28.

¹⁶³ För att beskriva begreppet förfogandelegitimation använde Högsta domstolen i NJA 2007 s. 413 uttrycket ”... *möjlighet att genomföra en ny överlåtelse eller pantsättning*”.

¹⁶⁴ Se det nedan anförda rättsfallet NJA 1995 s. 367.

¹⁶⁵ Mellqvist & Persson, Fordran & Skuld, s. 185 f.

¹⁶⁶ Myrdal, JT 2002-03 s. 479.

utan ansvar gentemot förvärvaren under förutsättning att tredje man är i god tro om överlåtelsen.¹⁶⁷ Överlåtarens mottagandelegitimation torde sålunda motsvaras av en aktiv betalningslegitimation.

5.2 Rådighetsavskärandets betydelse för sakrättsligt skydd

I enlighet med vad som redan anförts anses det numera klarlagt att det som huvudregel krävs att överlåtarens rådighet, i alla fall delvis, avskärs för att borgenärsskydd skall uppnås. Det krävs emellertid inte att förvärvaren förvärvar egen, självständig, rådighet över egendomen i fråga.¹⁶⁸ Med anledning av att det föreligger oklarheter på området över i vilken utsträckning överlåtarens rådighet i praktiken måste ha avskurits för att förvärvaren skall erhålla önskat sakrättsligt skydd, skall en övergripande sammanställning av praxis och doktrin härnäst framläggas.

5.2.1 Innebörden av begreppet rådighet och kravet på rådighetsavskärandet

Vad som i borgenärshänseende närmare skall förstås med begreppen rådighet och rådighetsavskärande är omtvistat i doktrinen. I äldre praxis lades i traditionsfall avgörande vikt vid *besittningen* över egendomen, d.v.s. att inneha någon kontroll över egendomen i fråga.¹⁶⁹ Det innebar att i de fall förvärvaren inte fått egendomen i sin besittning ansågs borgenärsskydd inte ha uppkommit, och vice versa.¹⁷⁰ Termen besittning har emellertid såväl i litteratur som i rättspraxis alltmer kommit att ersättas med begreppet rådighet.¹⁷¹ Myrdal avser, i likhet med den gängse termen i litteratur och praxis, med begreppet rådighet ”*möjligheten* att förfoga över egendomen, *oavsett om förfogaren har rätt därtill eller ej*.”¹⁷² Lindskog reserverar däremot termen rådighet för *rätten* att förfoga, och benämner *möjligheten* (utan rätt) att förfoga *rådighetsken* (eller *sken* av rådighet).¹⁷³ Vid bestämmandet av den närmare begrepps innebörden har i doktrinen stor vikt lagts

¹⁶⁷ Se Myrdal, Borgenärsskyddet: Om principerna för skyddet mot överlåtarens och pantsättarens borgenärer, s. 30.

¹⁶⁸ Se exempelvis NJA 1996 s. 52 angående pantsättning samt NJA 1998 s. 379 som bekräftade att ett rådighetsavskärande var tillräckligt även vid överlåtelse. Se vidare NJA 2007 s. 413. Jfr Helander, Kreditsäkerhet i lös egendom, s. 414 ff. samt Håstad, Sakrätt avseende lös egendom, s. 289.

¹⁶⁹ Angående besittningsbegreppet se exempelvis Håstad, Sakrätt avseende lös egendom, s. 50, Göransson, Traditionsprincipen, kap. 15 samt Undén, Svensk sakrätt I. Lös egendom, s. 27 ff.

¹⁷⁰ Se NJA 1923 s. 372, NJA 1924 s. 193, NJA 1924 s. 543, NJA 1926 s. 281, NJA 1927 s. 513, NJA 1929 s. 64, NJA 1933 s. 78, NJA 1934 s. 473, NJA 1958 s. 422, NJA 1983 s. 103, NJA 1986 s. 409, NJA 1987 s. 3, NJA 1991 s. 564, NJA 1998 s. 545 och jfr SkbrL 22 § ”... fått handlingen i besittning”

¹⁷¹ Se Myrdal, Borgenärsskyddet – Om principerna för skyddet mot överlåtarens och pantsättarens borgenärer, s. 79 f. samt Helander, s. 415 och 485 ff. Se även exempelvis NJA 1972 s. 246, NJA 1989 s. 705 II, NJA 1996 s. 52, NJA 1998 s. 379 samt NJA 2000 s. 88. Se även Lambertz m.fl., Festskrift till Torgny Håstad, Traditionsprincipen, s. 209-224 för Ulf Göranssons diskussion över huruvida besittning och rådighet är samma sak.

¹⁷² Myrdal, Borgenärsskyddet – Om principerna för skyddet mot överlåtarens och pantsättarens borgenärer, s. 80.

¹⁷³ Lindskog, JT 1991-92 s. 277 och se särskilt not 18 ”ett rådighetsavskärande kan inte vara annat än rättsligt. Besittningen ger inte rådighet, utan endast ett sken därav”. Se även NJA 1995 s. 367 I och II.

vid borgenärsskyddsreglernas faktiska syfte.¹⁷⁴ Vidare företog även Högsta domstolen i NJA 1995 s. 367 en ingående granskning av rådighetens innebörd utifrån borgenärsskyddsreglernas syfte och fann en snäv innebörd av rådighetsbegreppet lämplig i borgenärsskyddssammanhang. I rättsfallet, som nedan presenteras mer ingående, ansågs det rörande innebörden av rådigheten, i motsats till vad Myrdal förfäktar, att det är förfogandelegitimationen och inte betalnings- eller mottagandelegitimationen som skall beaktas.¹⁷⁵

Angående *rådighetsavskärande* menar Myrdal att begreppet avser överlåtarens/pantsättarens möjlighet att (i) på nytt överlåta eller pantsätta, d.v.s. dubbeldisponera över egendomen eller att (ii) bruka den överlåtna/pantsatta egendomen. Vidare menar Myrdal att i de fall överlåtelser/pantsättningen avser en fordran kan det även tänkas att (iii) gäldenärens möjlighet att erlægga betalning med befriande verkan till överlåtare/pantsättaren, d.v.s. dennes betalningslegitimation, skall avskäras. Myrdal framhåller fortsättningsvis att det, när egendomen är en lös sak som finns hos tredje man, på motsvarande sätt skulle kunna krävas att (iv) tredje mans möjlighet att med befriande verkan överlämna egendomen till överlåtare/pantsättaren, d.v.s. överlåtarens/pantsättarens mottagandelegitimation avskärs.¹⁷⁶ Med anledning av att det främsta syftet med sakrättsliga moment för borgenärsskydd är att förhindra borgenärsbedrägerier torde i enlighet med Myrdals mening ett avskärande av möjligheten att bruka egendomen samt av betalnings- och mottagandelegitimationerna vara relevant för huruvida borgenärsskydd uppkommit eller ej.

Vad anbelangar kravet på rådighetsavskärande i praktiken kan nämnas att praktiker inom ramen för svenska värdepapperiseringsstrukturer främst sätter tilltro till krav (i) i kombination med krav (ii), vid avtalskrivningar och på annat sätt försök till säkerställande av förvärvarens sakrättsliga skydd gentemot originatorns borgenärer vid en eventuell konkurs.¹⁷⁷

5.2.2 NJA 1995 s. 367 I och II

Det har redan konstaterats att det sakrättsliga momentet skall innebära en manifestation av den företagna handlingen och för en sådan värdepapperiseringsstruktur som avses inom ramen för förevarande framställningen krävs fullgjord tradition eller denuntiation för att sakrättsligt skydd skall uppkomma. Med hänvisning till de sakrättsliga momenten råder det i praktiken delade meningar om huruvida kravet på rådighetsavskärande har uppluckrats under de senaste åren, vissa omständigheter talar för det och starka skäl kan hänföras ur de s.k. *Obligentia-fallen*, NJA 1995 s. 367 I och II.¹⁷⁸ Rättsfallen berör investortleasing,¹⁷⁹ i regi av Obligentia Finans AB (Obligentia),

¹⁷⁴ Förhållningssättet att beakta en regels syfte vid bestämmandet av dess närmare innebörd torde väl överensstämma med vedertagen tolkningsmetod.

¹⁷⁵ Observera dock att frågan om brukandets relevans inte uppkom i rättsfallet.

¹⁷⁶ Se Myrdal, JT 2002-03 s. 472 samt Myrdal, Borgenärsskyddet – Om principerna för skyddet mot överlåtarens och pantsättarens borgenärer, s. 79 f.

¹⁷⁷ Det anförda baseras på vad som framkommit under intervjuer och informationsmöten med yrkesverksamma jurister, specialiserade på strukturerad finansiering.

¹⁷⁸ I framställningen avses med *NJA 1995 s. 367*, d.v.s. utan efterföljande romerska siffror, båda avgörandena.

¹⁷⁹ Se allmänt om investortleasing under avsnitt 3.3.3 *Leasing*.

som kom på obestånd och sedermera försattes i konkurs. Tvist förelåg mellan konkursboet och investorna, det ena fallet rörde bättre rätt till objekt och hyresavtal, och det andra fallet behandlade konkursboets skyldighet att till investorn utge belopp som leasingkunderna inbetalat till Obligentia före respektive efter konkursutbrottet. Båda målen berörde vidare samstämmt frågan om huruvida företagen underrättelse uppfyllde de krav som bör ställas på en godtagbar denuntiation.

NJA 1995 s. 367 I berörde huruvida en överlåtelse skulle anses verksam mot en överlåtarens borgenärer då överlåtarens alltjämt fungerade som administrator av förvärvarens tillgångar eftersom denne för förvärvarens räkning ombesörjde fakturering samt betalningspåminnelser gentemot leasingkunden. I enlighet med ett ramavtal förvärvade AEC Investment AB (AEC) från Obligentia vissa leasingobjekt jämte vidhängande leasingavtal. Med AEC:s vetskap leasades objekten ut av Obligentia till BOP Bygg AB. Enligt avtal gällde AEC:s förvärv med förbehåll för leasingkundens rätt enligt leasingavtalet. Obligentia förband sig gentemot AEC att under leasingtiden ombesörja fakturering och mottaga betalning från leasingkunden och månatligen redovisa beloppen till AEC, för vilket viss provision skulle utgå till Obligentia. En återköpsgaranti var förenad med köpeavtalet, av vilken det framgick att Obligentia på begäran av AEC förband sig att överta leasingavtalet och däri angiven egendom i det fall leasingkunden inte fullgjorde sina skyldigheter enligt avtalet.

BOP Bygg AB underrättades om överlåtelsen genom en denuntiationshandling, av vilken det framgick att AEC inköpt det aktuella objektet från Obligentia. Denuntiationen angav vidare att Obligentia även fortsättningsvis skulle sköta administrationen av kontraktet och att överlåtelsen sålunda inte påverkade BOP Bygg AB:s ställning som leasingkund. Slutligen framhölls att BOP Bygg AB således även fortsättningsvis skulle fullgöra sina skyldigheter direkt till Obligentia. Obligentia försattes i konkurs och rättsfrågan som kom att aktualiseras var den om AEC skulle tillerkännas bättre rätt än konkursboet till den egendom och de rättigheter som AEC förvärvat av Obligentia genom ovan nämnda köpeavtal. Det sakrättsliga spörsmål som tvisten gällde var följaktligen huruvida den denuntiation som ostridigt förekommit fått sådan faktisk rådighetsavskärande verkan som krävdes för att AEC:s förvärv av egendomen skulle vara sakrättsligt skyddat i förhållande till överlåtarens borgenärer. Efter konstaterande om att sakrättsligt skydd vid förvärv av lös egendom normalt uppkommer vid tradition framhöll HD att beträffande egendom i tredje mans besittning uppkommer sådant motsvarande skydd genom att denne blir denuntierad om överlåtelsen. I det fortsatta resonemanget påpekades att sådant krav på denuntiation saknar stadgande i lag men att motsvarande regler vid överlåtelse av enkla skuldebrev och pantsättning av lös egendom som innehas av tredje man skall anses analogiskt tillämpliga. Syftet med kravet på denuntiation hade därtill i tidigare praxis uppgetts vara att genom åtgärden från överlåtarens till förvärvaren överflytta den faktiska möjligheten att förfoga över tillgången i fråga.¹⁸⁰ Beträffande kravet på innehållet i denuntiationen framhölls att den måste innebära att överlåtarens

¹⁸⁰ NJA 1936 s. 112.

effektivt skall avskäras från att disponera det överlåtna godset.¹⁸¹ Ovissheten gällde följaktligen huruvida en denuntiation kan anses godtagbar, i det fall dess innebörd stipulerar att tredje man även framöver kan prestera till överlåtaren därför att denne i fortsättningen skall fungera som uppdragstagare åt förvärvaren. Den fråga som var av avgörande betydelse blev således, i vad mån en denuntiation som, i den situation som var aktuell i målet, innehåller ett meddelande om, att egendomen i fortsättningen får utlämnas till överlåtaren som uppdragstagare för förvärvaren, kan fylla funktionen att förhindra efterhandskonstruktioner och transaktioner som inte är allvarligt menade då de företas. I samtliga instanser godtogs enhälligt den denuntiation som framlagts och AEC tillerkändes skydd mot Obligentias borgenärer, såväl avseende objekt som hyresavtal.¹⁸² Det anförda innebär följaktligen att en sådan denuntiation som företagits i målet godtas, oavsett om den inneburit att leasingkunden, sedan leasingavtalet upphört, kunnat överlämna leasingobjekten till finansbolaget som uppdragstagare (eller ombud) åt investorn.

NJA 1995 s. 367 II gällde bättre rätt till leasinghyror som betalats såväl före som efter konkursutbrottet. Obligentia träffade tillsammans med Josam Lastbilsteknik AB (Josam) ett avtal om tvåpartsleasing, varigenom samtliga rättigheter förbundna med avtalet överläts till Josam. En överlåtelseförklaring tecknades och ett administrationsavtal slöt. Avtalet stadgade att Obligentia skulle ombesörja avisering och inkassering av leasingavgifter för Josams räkning samt att leasingavgifterna skulle redovisas till Josam. Josam pantsatte samtliga sina rättigheter enligt leasingavtalen hos S-E-Banken, varpå såväl Josam som S-E-Banken denuntierade leasingkunerna. Underrättelsen angav att Obligentia även fortsättningsvis skulle inkassera leasingavgifterna men att det skulle ske för S-E-Bankens räkning. Vidare stipulerades att banken med omedelbar verkan kunde ändra uppdraget samt att leasetagaren under leasingtiden inte utan bankens medgivande fick utlämna egendomen till annan än banken. Det var i fallet ostridigt mellan parterna att investorn Josam Lastbilsteknik AB (Josam) hade erhållit en sakrättsligt skyddad äganderätt till de aktuella objekten. Tvisten gällde istället huruvida Josam även fått borgenärsskydd för sitt förvärv av leasinghyrorna, samt om till Obligentia före konkursen influtna medel faktiskt förvarats avskilda hos Obligentia. Knäckfrågan i fallet var följaktligen huruvida investorn uppnått sakrättsligt skydd till leasingavgifterna.¹⁸³ Borgenärsskydd ansågs ha uppnåtts, då det av denuntiationen klart framgick att leasetagaren inte fick lämna ut objekten till Obligentia utan medgivande från investorn. Till skillnad från i det första fallet nödgades Högsta domstolen här sålunda inte beröra frågan om borgenärsskydd kunde föreligga även om utlämnande kunde ske utan (särskilt) medgivande från investorn.¹⁸⁴

¹⁸¹ Se vidare Adlercreutz & Phannenstill, Finansieringsformers rättsliga reglering, s. 36 samt Helander, Kreditsäkerhet i lös egendom, s. 384 f.

¹⁸² Endast föredraganden i HD ville ogilla AEC:s talan.

¹⁸³ I fallet aktualiserades även frågan om förutsättningarna för separationsrätt till redovisningsmedel men med anledning av att den frågan inte är av större relevans för förevarande framställning skall en närmare beskrivning av sakfrågan här inte företas.

¹⁸⁴ Jfr domen i NJA 1995 s. 367 I där skydd kunnat föreligga även i de fall leasetagaren tillåtits utlämna egendomen till Obligentia utan särskilt medgivande.

I de båda fallen fann Högsta domstolen att investorn under aktuella omständigheter är skyddad mot överlåtarens borgenärer och förvärvaren tillerkändes sålunda sakrättsligt skydd. Gemensamt för fallen var vidare att Högsta domstolen uttalade att det avgörande för huruvida denuntiationerna skulle godtas var om de kunde fullgöra sin funktion att förhindra efterhands- och skentransaktioner, d.v.s. sådana transaktioner som inte är allvarligt menade när de företas. Utifrån NJA 1995 s. 367 I och II torde följaktligen slutsatsen kunna dras att graden av kravet på rådighetsavskärning skall ställas mot risken att borgenärsbedrägerier uppmuntras, därmed bör en avvägning i det specifika fallet vara en trolig, om än något diffus, lösning.

Sakrättsligt skydd torde, i enlighet med Obligentia-fallen, kunna uppnås genom avskuren förfogandelegitimation men viss kvarhållen betalningslegitimation, under förutsättning att förfogandelegitimationen är uppställd i förvärvarens intresse och korrekt denuntiation genomförs. Denuntiationen skall emellertid tydligt fastslå att fordran är överlåten men att köparen tillsvidare har upplåtit till överlåtaren att uppbära betalning, att tillsvidare anges innebär att administrationen skall kunna sägas upp när som helst av förvärvaren. Millqvist verkar däremot resonera som så att det torde vara en onödig överdrift att inbegripa en sådan uppsägningsmöjlighet.¹⁸⁵ Det är emellertid förhållandevis enkelt att inbegripa en sådan klausul i avtalet, varför det i praktiken för säkerhets skull torde vara att föredra.

5.2.2.1 Rådighetssken

Företagen denuntiation kan komma att förlora sin sakrättsligt skyddande verkan i de fall överlåtaren inte därigenom avskurits från rådigheten över egendomen. I den juridiska litteraturen har situationen beskrivits så att förvärvaren inte får borgenärsskydd för sitt förvärv eftersom risk föreligger att överlåtaren missbrukar det rådighetssken han har möjlighet att få.¹⁸⁶ I rättsfallen NJA 1995 s. 367 I och II innehade överlåtaren alltså en begränsad rådighet över den överlåtna egendomen i syfte att för förvärvaren effektivisera hanteringen. Den begränsade rådigheten beskrevs av Högsta domstolen som ett ”*visst sken av rådighet*” och ansågs inte vara tillräcklig för att förvärvaren skulle anses ha förlorat sitt sakrättsliga skydd. Myrdal menar att Högsta domstolen med uttrycket måste ha åsyftat förfogandelegitimationen och inte betalningslegitimationen, eftersom den sistnämnda de facto inte var avskuren.¹⁸⁷ Rådighet och inte bara sken av rådighet förelåg följaktligen beträffande betalningslegitimationen. Det har i litteraturen förfäktats att rådighetssken endast kan avse förfogandelegitimationen, vilket också får anses vara den ursprungliga avsikten med termen;¹⁸⁸ då Lindskog myntade termen rörde frågan just förfogandelegitimation.¹⁸⁹

¹⁸⁵ Millqvist, SvJT 1995 s. 545 ff.

¹⁸⁶ Lindskog, JT 1991-92 s. 278.

¹⁸⁷ Henriksson, Sakrättsliga moment och deras ekonomiska konsekvenser, s. 81, Myrdal, Borgenärsskyddet – Om principerna för skyddet mot överlåtarens och pantsättarens borgenärer, s. 133 ff. samt Johansson, SvJT 1997 s. 358 ff.

¹⁸⁸ Henriksson, Sakrättsliga moment och deras ekonomiska konsekvenser, s. 81, se särskilt not 174.

¹⁸⁹ Lindskog, JT 1991-92 s. 277.

5.2.2.2 Avskuren legitimation för uppnående av borgenärsskydd

Rättsfallen NJA 1995 s. 367 II ger sammantaget stöd för att en överlåtare kan ha kvar betalningslegitimation om den uppställes i förvärvarens intresse.¹⁹⁰ I enlighet med domskälen ansågs borgenärsskydd ha uppkommit vid ett begränsat avskärande av betalningslegitimationen.¹⁹¹ I enlighet med vad som anförts ovan betonade Högsta domstolen i Obligentia-fallen att bedömningen om avskuren legitimation för uppnående av borgenärsskydd skall företas med beaktandet av syftet att förhindra borgenärsbedrägerier. Myrdal menar, till skillnad från vad Högsta domstolen kommer fram till, att det är betalnings- och mottagandelegitimationen, men i princip inte förfogandelegitimationen, som är av betydelse för nämnda syfte. Prejudikatvärdet av rättsfallets domskäl förefaller sammantaget sålunda, liksom därmed även rättsläget, vara oklart.¹⁹²

5.2.3 Rådighetsavskärande vid tradition som sakrättsligt moment

5.2.3.1 Allmänt om tradition som sakrättsligt moment

I enlighet med vad som anförts ovan, skulle kravet på tradition för uppnående av sakrättsligt skydd inom ramen för överlåtelser kunna uttryckas som ett krav på att förvärvaren får den förvärvade egendomen i sin besittning.¹⁹³ Vad traditionskravet de facto innebär har emellertid varit föremål för prövning i otaliga rättsfall,¹⁹⁴ och utifrån rättsfallen NJA 1956 s. 485 och NJA 1975 s. 638 konstaterades att följande krav skulle vara uppfyllda för uppnående av sakrättsligt skydd: (i) avskuren rådighet för överlåtaren att normalt förfoga över panten, (ii) självständig förfogandemöjlighet för förvärvaren i kombination med (iii) tillräcklig publicitet av transaktionen. Med anledning av att innebörden av traditionskravet inte är statisk utan gradvis har utvecklats har kravet modifierats utifrån senare praxis. Den förhärskande uppfattningen innebär numera att överlåtarens rådighet över den överlåtna tillgången skall vara avskuren,¹⁹⁵ men att publicitet i viss mån skulle kunna ha betydelse.¹⁹⁶ Den rådande perceptionen innebär sålunda att kravet på förvärvarens självständiga rådighet inte längre behöver vara uppfyllt då överlåtarens rådighet har blivit avskuren.¹⁹⁷

¹⁹⁰ I enlighet med NJA 1995 s. 367 I kan ett överlåtande bolag ta emot betalning för det förvärvande bolagets räkning utan att en överlåtelse förlorar sin sakrättsliga verkan.

¹⁹¹ NJA 1995 s. 367.

¹⁹² Se Myrdal, JT 2002-03 s. 474 ff. samt Myrdal, Borgenärsskyddet – Om principerna för skyddet mot överlåtarens och pantsättarens borgenärer, s. 216 ff. Av intresse är även rättsfallet NJA 1998 s. 520 där det närmast förefaller vara mottagandelegitimationen, och inte förfogandelegitimationen, som skall avskäras för borgenärsskydd.

¹⁹³ För ytterligare beskrivning av tradition se Undén, Svensk sakrätt, I Lös egendom, s. 6 och Håstad, Sakrätt avseende lös egendom, s. 207.

¹⁹⁴ Se t.ex. NJA 1956 s. 485, NJA 1975 s. 638, NJA 1986 s. 409, NJA 1995 s.367, NJA 1996 s. 52, NJA 2000 s. 88 och NJA 2007 s. 413.

¹⁹⁵ HD angav i NJA 1998 s. 379 att det för sakrättsligt skydd vid överlåtelse av lös egendom krävdes att en överlåtare förlorar rådigheten över det försålda godset se och jfr även NJA 1995 s. 367 och NJA 2007 s. 413

¹⁹⁶ NJA 1995 s. 367, NJA 1996 s. 52 och NJA 2007 s. 413.

¹⁹⁷ Se NJA 2007 s. 413. Jfr exempelvis Helander, Kreditsäkerhet i lös egendom, s. 414 ff., Håstad, Sakrätt avseende lös egendom, s. 289, Myrdal, Borgenärsskyddet – Om principerna för skyddet

Beroende av vilken typ av transaktion och egendom som en ekonomisk överenskommelse åsyftar återfinnes lagstöd för traditionskravet på skilda ställen. Vad gäller pantsättning av lösöre stadgar Handelsbalk (1736:0123 2) 10 kap 1 § att panthavaren skall få panten i sin besittning. Vid överlåtelse av lösöre finns däremot inget direkt lagstöd för traditionskravet, men genom att företa motsatsvis tolkning av lösöreköpslagen stipuleras att lösöre vid överlåtelse måste traderas eller registreras och då kungöras enligt samma lags bestämmelser. Hur strängt kravet på tradition har upprätthållits i praxis framgår exempelvis av NJA 1945 s. 400, NJA 1975 s. 638 och NJA 1998 s. 37. Rättsfallen illustrerar att HD strikt kräver att det skall vara tillräckligt ådagalagt att överlåtaren inte längre äger förfoga över godset, det effektiva och utåt synliga avskärandet är följaktligen avgörande.¹⁹⁸

5.2.3.2 Löpande skuldebrev

Det torde redan genom namnet kunna utrönas att löpande skuldebrev är sådana skuldebrev som är avsedda att ”löpa” mellan borgenärer.¹⁹⁹ De löpande skuldebreven definieras i SkbrL 11 §, som sådant skuldebrev som är *ställt till innehavaren eller viss man eller order*.²⁰⁰ Fastighetskrediter har sedan länge varit den typ av fordringar som åtnjuter mest intresse ur värdepapperiseringssynpunkt och utgör i regel löpande skuldebrev.²⁰¹ För löpande skuldebrev återfinns särskilda traditionskrav och reglerna skiljer sig ifrån de om enkla skuldebrev och andra fordringar. I SkbrL 22 § har det uppställts ett traditionskrav, varför sakrättsligt skydd enligt huvudregeln uppstår i och med att skuldebrevet traderas.²⁰² Förevarande innebär att förvärvaren av ett löpande skuldebrev erhåller sakrättsligt skydd från överlåtarens borgenärer då skuldebreven kommer i dennes besittning före konkurs eller utmätning.²⁰³ Det bör allmänt understrykas att en förvärvare för att erhålla sakrättsligt skydd, för säkerhets skull, bör förvissa sig om att denne efter förvärvet erhåller en självständig rådighet över skuldebrevet, att överlåtaren avskärs från möjlighet att disponera över skuldebrevet samt att de här två momenten i största möjliga utsträckning görs synbara utåt.

I SkbrL 22 § 2 st. återfinnes, påkallad av den praktisk-ekonomiska hanteringen av fordringar i vissa fall, ett undantag från traditionskravet vad gäller

mot överlåtarens och pantsättarens borgenärer, s. 79 ff. och Walin, Panträtt, s. 83. Se även NJA 1989 s. 705 II.

¹⁹⁸ Adlercreutz & Phannenstill, Finansieringsformers rättsliga reglering, s. 49. I NJA 1987 s. 3 (angående andel i häst) diskuterade HD utförligt traditionskravet, se härom även Göransson i SvJT 1987 s. 484 ff.

¹⁹⁹ Mellqvist, & Persson, Fordran & Skuld, s. 114.

²⁰⁰ Med en löpande handling avses enligt motiven en handling som ”för varje behörig innehavare medför en självständig, av föregående innehavares förhållanden oberoende rätt att göra handlingen gällande, se exempelvis SOU 1936:14 s. 70.

²⁰¹ Ds 1998:71 s. 100.

²⁰² Enlighet 10 § skuldebrevslagen gäller kravet på tradition för uppnående av borgenärsskydd även vid pantsättning och detsamma gäller även för aktiebrev i de aktiebolag som har aktiebrev utfärdade, 6 kap 8 § aktiebolagslag (2005:551).

²⁰³ I de fall det aktuella skuldebreven skulle finnas hos tredjeman, exempelvis med anledning av pantsättning, uppkommer sådant sakrättsligt skydd istället då denne tredje man har underrättats om överlåtelsen. Jfr även lag (1936:88) om pantsättning av lös egendom som innehavs av tredje man samt NJA 1980 s. 197.

borgenärsskydd vid förvärv av löpande skuldebrev. Undantagsbestämmelsen som aktualiseras inom ramen för en värdepapperisering stadgar att i de fall bank, kreditmarknadsföretag eller värdepappersinstitut säljer löpande skuldebrev är överlåtelsen gällande mot bankens, kreditmarknadsföretagets eller värdepappersinstitutets borgenärer oaktat att skuldebrevet för förvaring kvarlämnats hos banken, företaget eller institutet. Undantaget möjliggör följaktligen för en kund till en bank, kreditmarknadsföretag eller värdepappersinstitut att förvärva värdepapper ur bankens, företagets eller institutets egen portfölj utan att besittningsövergång skall behöva ske eftersom redan överlåtelseavtalet medför att förvärvaren erhåller sakrättsligt skydd mot motpartens borgenärer.²⁰⁴ Beträffande aktier såsom värdepapper, tillämpas samma regler som för löpande skuldebrev emedan för dematerialiserade värdepapper, vilka följer reglerna om löpande skuldebrev, uppnås sakrättsligt skydd genom registreringsanteckning om överlåtelse i stället för besittningsövergång.²⁰⁵

5.2.3.3 Kravet på rådighetsavskärande vid tradition

Svensk rättspraxis uppställde tidigare ett strikt krav på rådighetsavskärande av betalnings- och förfogandelegitimationen för borgenärsskydd, men kraven har under senare år kommit att uppluckras alltmer. I NJA 1986 s. 409, som visserligen gällde pantsättning, konkluderade Högsta domstolen att tillräcklig besittningsövergång inte fullgjorts med anledning av att pantsättaren genom tredje man alltjämt efter pantsättningen hade möjlighet att förfoga över det pantsatta.²⁰⁶ I rättsfallet uppfylldes sålunda inte kravet på rådighetsavskärande av förfogandelegitimationen men prejudikatets betydelse torde ha inskränkts genom senare praxis. Genom NJA 1972 s. 246 fann Högsta domstolen att en giltig pant inte uppkom då ställföreträdare för panthavare och pantsättare var samma person, eftersom tillräckligt rådighetsavskärande då inte ansågs ha uppnåtts oavsett ställföreträdarens avsikter att hålla panten avskiljd.²⁰⁷ Båda ovanstående rättsfall avsåg pantsättning men motsvarande krav på rådighetsavskärande skulle troligtvis ha krävts även vid överlåtelse.²⁰⁸ I enlighet med vad som framhållits ovan förefaller kraven på rådighetsavskärande ha mildrats avsevärt om än inte helt uppluckrats. I de ovan anförda Obligentia-fallen,²⁰⁹ fann Högsta domstolen att tillräckligt rådighetsavskärande uppnåtts då tredje man med den överlåtna egendomen i sin besittning, denuntierats om genomförd överlåtelse och överlåtarens endast kunde motta egendomen som ombud för förvärvaren.²¹⁰ Kravet på rådighetsavskärande har ytterligare förtydligats av Högsta domstolen genom rättsfallen NJA 2000 s. 88 och NJA 2007 s. 413. I NJA 2000 s. 88 fann nämligen

²⁰⁴ Mellqvist & Persson, Fordran & Skuld s. 201.

²⁰⁵ Ds 1998:71 s. 100.

²⁰⁶ Det bör dock noteras att rättsfallet troligtvis inte lämpar sig för en vidsträckt tolkning då särskilda omständigheter förelåg med anledning av att pantsättaren var son till panthavaren och tredje man var make till panthavaren.

²⁰⁷ Jfr NJA 2000 s. 88 och NJA 2007 s. 413.

²⁰⁸ Jfr NJA 1975 s. 638.

²⁰⁹ Om NJA 1995 s. 367 I och II se vidare ovan under avsnitt 5.2.2.

²¹⁰ Jfr tidigare anförda NJA 1986 s. 409 där tredje man innehade särskild information som föranledde att de pantsatta objekten genom tredjemans försorg kunde användas av pantsättaren vid behov.

Högsta domstolen att en ställföreträdare för en pantsättare kunde motta och hålla pant avskuren från pantsättarens rådighet, i de fall ställföreträdaren tog emot panten som panthavare och inte som ombud för panthavaren.²¹¹ Förhållningssättet utvidgades ytterligare genom NJA 2007 s. 413 eftersom kravet på rådighetsavskärande där även ansågs uppfyllt när ställföreträdaren samtidigt var ställföreträdare för panthavaren. I rättsfallet fann Högsta domstolen att ett rådighetsavskärande som medför borgenärsskydd kan göras gällande även då samma person är ställföreträdare för såväl det överlåtande som det förvärvande bolaget.²¹² Av domskälen torde även framgå att någon skillnad i detta avseende inte föreligger mellan överlåtelse och pantsättning.²¹³

5.2.3.3.1 Tillfällig besittning

För att rådighetsavskärandet skall uppfylla förvärvarens syfte om att uppnå sakrättsligt skydd krävs att åtgärden inte är allt för kortvarig.²¹⁴ Vid överlåtelser, som aktualiseras vid värdepapperiseringstransaktioner, torde gälla att rådighetsavskärandet skall vara ett verkligt rådighetsavskärande. Ett endast tillfälligt rådighetsavskärande där parternas avsikt redan vid avskärandetidpunkten måste anses vara att överlåtaren skulle bibehålla rådigheten bör följaktligen inte vara tillräckligt.²¹⁵ Var gränsen i praktiken skall dras är inte klarlagt men det är inte omöjligt att den fortlöpande förflyttats med hänsyn till Högsta domstolens allt mer pragmatiska syn på traditionsprincipen.²¹⁶

5.2.3.2.2 Publicitet

Det förefaller oklart huruvida traditionskravet även inbegriper ett krav på att rättshandlingen i fråga skall erhålla viss publicitet. Vad som emellertid står klart är att det inte föreligger något krav på att rättshandlingen skall bli allmänt synlig, det är nämligen fullt tillräckligt att någon utomstående kan verifiera att rättshandlingen har ägt rum.²¹⁷ Publicitet användes av Högsta domstolen fram till NJA 2000 s. 88 som ett delrekvisit för uppnående av sakrättsligt skydd, det är utifrån rättsfallets domskäl emellertid svårt att utläsa huruvida något sådant krav uppställdes eller om fråga endast var om tillräckligt rådighetsavskärande hade aktualiserats. Genom NJA 2007 s. 413 förefaller Högsta domstolen slutligen helt ha frångått kravet på publicitet. Högsta domstolen finner i fallet att ”ett krav på att besittningsövergången inte bara skall ha avskurit överlåtaren eller pantsättaren från dennes tillgång till egendomen utan även skall ha tydligt ådagalagt att en överlåtelse eller pantsättning skett skulle emellertid leda långt och medföra gränsdragningsproblem”. Det tilläggs emellertid att slutsatsen blir aktuell i de fall överlåtarens rådighet över egendomen blivit ”väsentligt avskuren”, vilket skulle

²¹¹ Jfr NJA 1958 s. 422.

²¹² Jfr NJA 2008 s. 684

²¹³ Vidare tillade HD att något krav på publicitet inte var nödpat då rådighetsavskärandet i sig var tillräckligt.

²¹⁴ Kravets omfattning skiljer sig mellan överlåtelse och pantsättning.

²¹⁵ Henriksson, Sakrättsliga moment och deras ekonomiska konsekvenser, s. 79 f.

²¹⁶ Henriksson, Sakrättsliga moment och deras ekonomiska konsekvenser, s. 79 f. Se exempelvis även NJA 1975 s. 638 och jfr NJA 2008 s. 684.

²¹⁷ Henriksson, Sakrättsliga moment och deras ekonomiska konsekvenser, s. 81.

kunna tyda på att kravet på publicitet kan bli betydelsefullt då överlåtarens/pantsättarens rådighet inte är fullt avskuren som i NJA 1995 s. 367.²¹⁸

5.2.4 Rådighetsavskärning vid denuntiation som sakrättsligt moment

5.2.4.1 Allmänt om denuntiation som sakrättsligt moment

I enlighet med vad som anförts ovan är det grundläggande syftet som kravet på sakrättsliga moment är avsett att tillgodose att förhindra efterhands- och skentransaktioner, d.v.s. sådana transaktioner som inte är allvarligt menade då de företas eller som är konstruerade i efterhand. Det sakrättsliga momentet, denuntiation som innebär att underrättelse om att överlåtelse eller pantsättning har genomförts, uppfyller syftet på två sätt. Denuntiationen kan, dels förhindra konstruktioner i efterhand genom att förevisa en viss yttre manifestation av den företagna transaktionen och dels kan den, genom att medföra en viss uppoffring, förhindra transaktioner som inte är allvarligt menade.²¹⁹ Denuntiationskravet liknar det redan anförda traditionskravet, dock utgör tillämpningsområdet ett annat. Denuntiation som sakrättsligt moment aktualiseras nämligen i de fall någon annan än överlåtare/pantsättaren skall fullgöra en förpliktelse för att förvärvaren/pantavaren skall kunna tillgodogöra sig egendomen ifråga.²²⁰ Beträffande rådighetsavskärning samt publicitet torde liknande krav som vid tradition vara tillämpliga, dock skiljer sig förutsättningarna åt något i praktiken.

5.2.4.2 Enkla skuldebrev

I enlighet med SkbrL 26 § utgör ett enkelt skuldebrev ett sådant skuldebrev som är ställt till *viss man*, d.v.s. de är ställda utan möjlighet till ”order” i handlingen. Enkla skuldebrev utpekar sålunda en viss person, fysisk eller juridisk, som betalningsmottagare och är avsedda att utgöra bevis om fordringens uppkomst och innehåll. Exempel på enkla skuldebrev som numera inte sällan blir föremål för värdepapperisering är kontokortsfordringar eller andra vanliga kundfordringar. Viktigt att notera är att bestämmelserna i SkbrL om enkla skuldebrev har en vidsträckt analogisk tillämpning på fordringar i allmänhet.²²¹ Särskilt utmärkande för enkla skuldebrev är att, den nye borgenären, vid överlåtelse aldrig åtnjuter bättre rätt gentemot gäldenären än vad överlåtare tidigare ägt, SkbrL 27 §.

När det gäller fordringar som följer reglerna för enkla skuldebrev skall gäldenären enligt SkbrL 31 § underrättas (denuntieras) om fordringsöverlåtelsen för att förvärvaren skall erhålla sakrättsligt skydd.²²² I motiven till SkbrL antogs att nämnda lagrum skulle tillämpas analogt på bl.a. fordringar där något skriftligt

²¹⁸ Henriksson, Sakrättsliga moment och deras ekonomiska konsekvenser, s. 82 f.

²¹⁹ Hessler, Allmän sakrätt s. 90 ff., NJA 1995 s. 367 samt NJA 1936 s. 112.

²²⁰ Intressant är att denuntiation även kan avse överlåtelse eller pantsättning av framtida egendom under förutsättning att egendomen i fråga blivit tillräckligt individualiserad samt blivit intjänad eller annars förvärvat. Se Henriksson, Sakrättsliga moment och deras ekonomiska konsekvenser, s. 84 samt se NJA 1973 s. 635.

²²¹ Mellqvist & Persson, Fordran & Skuld, s. 116.

²²² Ds 1998:71 s. 100. I enlighet med 10 § Skuldebrevslagen är lagstödet för denuntiation även tillämpligt vid pantsättning. Se även lagen (1936: 88) om pantsättning av lös egendom som innehavs av tredje man (1936 års lag).

skuldebrev inte utfärdats.²²³ Vad som närmare krävs för att en giltig denuntiation skall anses ha varit för handen har prövats i praxis vid ett flertal tillfällen,²²⁴ och det kan sammantaget konstateras att det är oerhört viktigt att vara tydlig, d.v.s. att det av denuntiationen uttryckligen framgår huruvida transaktionen rör överlåtelse eller pantsättning. Allmänt kan framhållas att det är tillräckligt att underrättelsen har kommit gäldenären tillhanda, vilket innebär att gäldenären inte behöver ha tagit del av meddelandet.²²⁵ Förevarande innebär att förvärvaren kan ha fått sakrättsligt skydd mot överlåtarens borgenärer, samtidigt som gäldenären ändå kan betala befriande till överlåtare.²²⁶ I det följande presenteras en diskussion kring kravet på rådighetsavskärning samt eventuella krav på publicitet.

5.2.4.3 *Kravet på rådighetsavskärning*

Rådighetsavskärningen vid denuntiation som sakrättsligt moment uppkommer då den ursprunglige gäldenären har meddelats om överlåtelsen eller pantsättningen.²²⁷ Undantaget panthavares denuntiation enligt 1936 års lag, föreligger inga uttryckliga krav på formen för denuntiation. I bevishänseende och för tydlighetens skull torde det emellertid vara lämpligt att tredje man på något vis bekräftar mottagande av denuntiationen. Det är i doktrinen omtvistat huruvida det krävs att tredje man eller sekundogäldenären faktiskt har fått denuntiationen till handa. Det måste i praktiken anses praktiskt om så vore fallet men Walin menar att det rimligen kan antas att sakrättsligt skydd uppkommer redan genom att denuntiationen avsänts.²²⁸ Icke desto mindre ger såväl SkbrL som 1936 års lag uttryck för att tredje man skall ha underrättats om transaktionen, vilket torde antyda att meddelandet skall ha kommit fram.²²⁹ I tvivelaktiga situationer då tredjeman varken kan visa eller förneka att denuntiation mottagits torde det trots avsaknad av tydlig praxis i bevishänseende vara tillräckligt att förvärvaren visar att meddelande de facto avsänts.²³⁰

Vad gäller denuntiation torde det allra viktigaste vara att notera att det varken enligt SkbrL 31 § eller enligt 1936 års lag är tillräckligt att sekundogäldenären eller tredje man känner till att egendomen i fråga har överlåtits. För att sakrättsligt skydd skall uppkomma, krävs att underrättelse om transaktionen faktiskt genomförs. I enlighet med vad som redan anförts ovan föreligger inga uttryckliga formkrav för denuntiationen, underrättelsen bör dock vid sidan av att betalning dädanefter skall ske till någon annan innehålla uppgift om att egendomen har

²²³ Se SOU 1935:14 s. 117.

²²⁴ Se exempelvis NJA 1943 s. 399, 1977 s. 20, 1977 s. 530, 1978 s. 99, 1995 s. 367 I och II.

²²⁵ Mellqvist & Persson, Fordran & Skuld, s. 199

²²⁶ A.a. s. 199

²²⁷ I stället för ”den ursprunglige gäldenären” används i doktrinen inte sällan begreppet *sekundogäldenären* för den part som är skyldig att erlagga betalning under den överlåtna eller pantsatta fordran, termen torde dock vara mer hjälplig vid pantsättning än vid överlåtelse då en primärgäldenär inte finns vid överlåtelse utan endast en överlåtare och en förvärvare. Se vidare Henriksson, Sakrättsliga moment och deras ekonomiska konsekvenser, s. 85 särskilt not 189.

²²⁸ Se Walin, Panträtt, s. 168. Noteras bör dock att Walin även menar att åtskillnad bör göras mellan att en denuntiation skall anses giltig för borgenärsskydd respektive omsättningskydd.

²²⁹ SkbrL 31 § samt 1936 års lag.

²³⁰ Henriksson, Sakrättsliga moment och deras ekonomiska konsekvenser, s. 85 f.

överlåtits eller pantsatts.²³¹ Denuntiationen kan annars komma att ge sken av annan rättshandling som inte ger upphov till rådighetsavskärande åsyftas.²³² Trots det som framlagts behöver denuntiationen inte innehålla ett fullständigt rådighetsavskärande. I de ovan anförda Obligentia-fallen, NJA 1995 s. 367 I och II, konstaterade Högsta domstolen att förvärvaren erhöll sakrättsligt skydd sedan denuntiationen avskurit överlåtarens möjlighet att överlåta eller pantsätta egendomen i fråga, d.v.s. den s.k. förfogandelegitimationen hade blivit avskuren. Det faktum att betalningslegitimationen inte var fullständigt avskuren, eftersom överlåtarens alltjämt efter överlåtelsen hade rätt att uppbära betalning som ombud för förvärvaren och att tredje man sålunda fortsatt kunde erlägga betalning till överlåtarens befriande verkan, hindrade inte uppnående av sakrättsligt skydd.²³³ Högsta domstolen fann vidare att det inte skulle göras någon nämnvärd åtskillnad mellan överlåtelse och pantsättning.²³⁴

5.2.4.3.1 Publicitet

Ett av delsyftena som denuntiationskravet enligt förarbeten var tänkt att uppfylla var att direkt eller indirekt frambringe publicitet.²³⁵ Vid införandet av SkbrL 31 § ansågs kravet på denuntiation därtill lämpa sig för överlåtelse och pantsättning av enkla skuldebrev då det väl överensstämde med kravet på rådighetsövergång för uppnående av borgenärsskydd vid överlåtelse av löpande skuldebrev och lösöre.²³⁶ Generellt torde det inte föreligga något ytterligare krav på publicitet än vad som är fallet vid tradition.

5.3 En funktionell syn på rådighetsavskärandet

Det har i förevarande framställning fastställts att det huvudsakliga syftet bakom upprätthållande av sakrättsmomenten är att omöjliggöra efterhandskonstruktioner samt försvåra skentransaktioner. Inom ramen för en värdepapperisering är tradition samt denuntiation förhärskande och begränsning av rådigheten anses ha stark avhållande effekt. Sverige som jurisdiktion torde vara i det närmaste ensamma om att till en ytterlighet lyfta fram rådighetsavskärandet som ett centralt moment. Under förutsättning att syftet på annat sätt uppnås torde det vara försvarbart att ifrågasätta om ett absolut krav på rådighetsavskärande inte måste

²³¹ Det framgår således inte uttryckligen av rättspraxis att denuntiationen måste innehålla sådant meddelande om att överlåtelse eller pantsättning genomförts men den rådande tankegången i doktrinen verkar vara att så bör ske för att denuntiationen med säkerhet skall erhålla sakrättslig verkan.

²³² Inkassouppdrag avskär exempelvis inte överlåtarens/pantsättarens rådighet, se avsnitt 3 Strukturerad finansiering om olika finansiella konstellationer.

²³³ Se Forssell, JT 1995-96 s. 1120 om betydelsen av att överlåtarens inte fick motta betalningen för egen räkning utan endast såsom ombud.

²³⁴ Utifrån rättsfallen NJA 2000 s. 88 samt NJA 2007 s. 413 torde slutsatsen även kunna dras att det är klarlagt att överlåtelse och pantsättning av fordringar mellan närstående, oavsett om de företräds av samma ställföreträdare, kan bli sakrättsligt skyddade.

²³⁵ Jfr SOU 1935:14 s. 115.

²³⁶ Jfr SOU 1935:14 s. 116 där det anförs: ”En dylik denuntiation fyller det syfte som i fråga om löpande skuldebrev och lösören ligger till grund för traditionskravet. Den faktiska möjligheten att förfoga över den tillgång det gäller överflyttas genom åtgärden från överlåtarens till förvärvarens.”

anses omotiverat och om inte istället en något mer funktionell syn på rådighetsavskärandet är att förespråka.

5.3.1 Tre pelare

Sakrättsmomentens skyddseffekter kan beskrivas utifrån olika komponenter; en kontrollerbarhetskomponent med effekt som skydd mot efterhandskonstruktioner samt en synliggörandekomponent och en rådighetskomponent som företrädesvis har effekter avseende sken.

Inom ramen för en ekonomisk transaktion är nyttan av kontrollerbarhet beroende av tillförlitlighet, vilket innebär att tillförlitlig information är en förutsättning för att kontrollerbarhet skall kunna anses föreligga.²³⁷ För avhållande effekt mot sken- och efterhandskonstruktioner är vidare yttre faktorer och information från tredje man av avsevärd betydelse. Nyttan av tradition som skydd mot efterhandskonstruktioner är relativt liten då fordringsbevis utan smärre ansträngningar i efterhand kan överföras svekfulla avtalsparter emellan. Fördelen med att företa denuntiation är sålunda att kontrollen företas med en tredje man utanför ett eventuellt trolöst avtalsförhållande. Då nyttan av kontrollerbarhet ökar ju högre krav som ställs på information om åtgärden är det av betydelse att avtalsinnehåll kontinuerligt går att kontrolleras.²³⁸ Vidare är en viktig del i sakrättsmomenten synliggörandekomponenten eller insatskomponenten eftersom den har till effekt att skydda mot skentransaktioner. Genom ett synliggörande sprids nödvändig information till sådana subjekt som har till syfte att reagera varför upptäcktsrisken för borgenärsstridiga handlingar ökar. Då nyttan av synliggörande ökar med synliggörandets spridning torde det inom ramen för en värdepapperiseringsstruktur vara väsentligt att initialt etablera tydliga riktlinjer för information. Vad anbelangar komponenten rådighetspåverkan är nyttan beroende av graden, vilket innebär att ett totalt övertagande av rådigheten medför störst effekt mot efterhandskonstruktioner.²³⁹ En sådan lösning föranleder emellertid försvårade möjligheter för överlåtaren att för förvärvarens räkning mottaga betalning eller på annat sätt utföra administration. Kostnaderna för att uppnå de skyddseffekter som ett rådighetsavskärande är tänkt att medföra skall följaktligen ställas mot de kostnader som annars kan tänkas uppkomma genom att administration uppdras åt annan part.

²³⁷ Martinsson, Kreditsäkerhet i fakturafordringar – en förmögenhetsrättslig studie, s. 293

²³⁸ A.a. s. 294.

²³⁹ A.a. s. 296 f.

6 Originatorn som administrator

6.1 Administrationen

I föregående avsnitt presenterades, utifrån ett rättsdogmatiskt förhållningssätt, en klargörande bild över hur sakrättsligt skydd, inom ramen för en helsvensk värdepapperiseringsstruktur, uppnås och sedermera bibehålles. I praktiken utgör det snarare regel än undantag att originatorn efter överlåtelsen fungerar som serviceföretag och sköter den övergripande administrationen av specialföretagets förvärvade tillgångar. Originatorn ikläder sig den här rollen som administrator, dels av för specialföretaget praktiska skäl men kanske framför allt med anledning av att bibehålla kundkontakten med de underliggande gäldenärerna. Förevarande avsnitt syftar till att närmare belysa sakrättsliga betänkligheter till följd av sådan administration då viss fysisk rådighet över den överlåtna tillgångsportföljen är en given förutsättning för att originatorn skall kunna fullgöra sin roll som administrator.

6.1.1 True-sale problematiken

För att en överlåtten fordringsstock skall undgå krav på kapitaltäckning hos originatorn fordras att överlåtelsen är definitiv och utan kvarstående skyldigheter för originatorn, en sådan transaktion benämns internationellt *true-sale*.²⁴⁰ Internationellt tilldrar sig diskussioner om true-sale problematiken, d.v.s. den kompletta omsättningsöverlåtelsen, stort intresse vid utrönandet av huruvida en fullständig överlåtelse av en tillgångsmassa kommit till stånd eller om någon form av åtagande som skall kräva fortsatt kapitaltäckning för de överlåtta fordringarna påfordras. Utifrån amerikansk rättspraxis kan indikatorer utläsas för när en true-sale transaktion inte skall anses vara fullbordad.²⁴¹ Anledningen till att frågan tillmäts stor betydelse internationellt är det faktum att, avtalsprincipen är rådande, vilket föranleder att sakrättsligt skydd uppstår redan genom avtalet, de obligationsrättsliga och sakrättsliga verkningarna är följaktligen kongruenta.²⁴²

I enlighet med vad som anförts ovan är i Sverige traditionsprincipen som huvudregel förhärskande för uppnående av sakrättsligt skydd. Principen innebär att en överlåtelse av ett löpande skuldebrev eller en därmed jämställd handling blir gällande mot överlåtarens borgenärer efter det att besittningsövergång, *tradition*, företagits från överlåtaren till förvärvaren. Beträffande enkla skuldebrev och fordringar i allmänhet uppnås sakrättsligt skydd istället genom att överlåtaren eller förvärvaren, till gäldenären företar godtagbar *denuntiation* om överlåtelsen.²⁴³ Även i den Gregowska utredningen angående de rättsliga

²⁴⁰ Se Prop. 2000/01:19 s 25.

²⁴¹ Faktorer som är av vikt vid bedömningen av huruvida en true-sale transaktion har genomförts är exempelvis: i vilken mån kreditrisken är överförd till specialföretaget, originatorns rätt att utkräva eventuella överskott från specialföretaget, hur originatorn har redovisat transaktionen, parternas uttryckliga avsiktsförklaringar, originatorns möjlighet att efter överlåtelsen kontrollera de tillgångarna samt eventuell återlösningsrätt. Se vidare Månsson & Andersson, *Värdepapperisering – Securitisation*, s. 91 f.

²⁴² Månsson & Andersson, *Värdepapperisering – Securitisation*, s. 91 ff.

²⁴³ Ds 1998:71 s. 71.

förutsättningarna för att genomföra värdepapperisering i Sverige betonades emellertid vikten av att en verklig omsättningsöverlåtelse skall vara för handen för att specialföretaget skall undkomma kapitaltäckningskravet.²⁴⁴ Gregow framhöll att det inte skall finnas någon kreditrisk kvar hos originatorn, d.v.s. överlåtelsen skall vara fullständigt genomförd på så sätt att tidpunkten för äganderättens övergång skall ha inträtt och överlåtelsen skall vara definitiv. Härefter ligger att transaktionen undantagslöst inte får vara beroende av villkor eller på annat sätt svävande, varför originatorn inte heller får ha åtagit sig att återförvärva fordringarna efter en realiserad överlåtelse.²⁴⁵

6.1.1.1 Gränsdragning mellan omsättningsöverlåtelse och säkerhetsöverlåtelse

Det har ovan konstaterats att värdepapperisering kombinerar in blanco lånets fördel av att kunna bibehålla kundkontakterna i den underliggande tillgångsmassan med det pantsäkrade lånets fördel av billigare likviditet och avyttringens fördel av reducering av balansräkningen. En tydlig gränsdragning mellan säkerhetsöverlåtelse och omsättningsöverlåtelse är sålunda av väsentlig betydelse. Något som kan förknippas med true-sale problematiken är att det föreligger viss risk för att en fordringsöverlåtelse inom ramen för en värdepapperisering kan komma att betraktas som en s.k. säkerhetsöverlåtelse. En säkerhetsöverlåtelse kan beskrivas som ett avtal genom vilket en gäldenär formellt överlåter egendom till en borgenär som säkerhet för en föreliggande eller framtida förpliktelse. Syftet med transaktionen är emellertid inte att den som köpare angivne borgenären skall bli definitiv ägare till egendomen utan egendomen skall istället utgöra säkerhet för att gäldenären fullgör sin förpliktelse. Emedan en omsättningsöverlåtelse är avsedd att vara definitiv är en säkerhetsöverlåtelse snarare tänkt att gå åter den dag parternas mellanhavanden måste anses slutligt reglerade, en säkerhetsöverlåtelse har följaktligen stora likheter med en pantsättning.²⁴⁶ Då originatorn i rollen som serviceföretag avser ta del av specialföretagets eventuella överskott, stundom uppställt kreditförbättrande åtgärder i eget intresse och annars övergripande inte sällan har ett betydande intresse i fordringsstocken skulle en värdepapperisering förenklat sammantaget kunna ses som ett förtäckt lån, och följaktligen även till viss del en säkerhetsöverlåtelse.²⁴⁷

I det fall förfarandet skulle komma att betraktas som en säkerhetsöverlåtelse – eller ännu värre: en sakrättsligt ogiltig säkerhetsöverlåtelse, vore syftet med transaktionen förfelat. En karakterisering av säkerhetsöverlåtelse framför en omsättningsöverlåtelse skulle föranleda att tillgångsportföljen skulle nödgas ingå i originatorns balansräkning med full kapitaltäckning, och en sakrättsligt ogiltig säkerhetsöverlåtelse skulle i förlängningen kunna innebära att obligationsinnehavarna har givit originatorn en in blanco kredit.²⁴⁸ Vidare kan en

²⁴⁴ Justitierådet Torkel Gregow, den 25 maj 1994, PM angående de rättsliga förutsättningarna att genomföra värdepapperisering i Sverige, s. 8.

²⁴⁵ Justitierådet Torkel Gregow, den 25 maj 1994, PM angående de rättsliga förutsättningarna att genomföra värdepapperisering i Sverige, s. 8.

²⁴⁶ Folkesson, Företaget i ekonomisk kris, s. 35.

²⁴⁷ Ds 1998:71 s. 71 f.

²⁴⁸ Nydrén, SvJT 1995 s.236.

försäljning bli föremål för återvinning, i enlighet med Konkurslag (1987:672) 4 kap 12 §, i det fall konkursförvaltaren anser överlåtelsen i praktiken de facto utgöra en säkerhetsöverlåtelse. Av förarbetena framgår att den praktiska gränsdragningsproblematiken inte utgör tillräckliga skäl för att införa särskilda lagregler om säkerhetsöverlåtelser, istället påvisas att det bör ankomma på parterna att strukturera transaktionen så att oönskade effekter av sådant slag undviks.²⁴⁹

I praktiken vore en klassificering som säkerhetsöverlåtelse framför omsättningsöverlåtelse måhända inte förödande i och med att likvärdiga sakrättsliga moment aktualiseras för en pantsättning eller säkerhetsöverlåtelse som för en true-sale. Även om transaktionen skulle komma att karakteriseras som en säkerhetsöverlåtelse skulle istället för en äganderätt, ändock en sakrättsligt giltig panträtt aktualiseras i enlighet med svensk sakrätt. Det anförda skiljer sig från vad som är fallet i Storbritannien och USA där något mellanting inte är möjligt. Endera föreligger en fullvärdig omsättningsöverlåtelse, en true-sale, endera är transaktionen misslyckad då det som krävs för säkerhet inte uppnåts. Det anförda angriper uteslutande frågan om gränsdragning mellan omsättningsöverlåtelse och säkerhetsöverlåtelse ur ett teoretiskt perspektiv varför det i sammanhanget även kan vara av vikt att poängtera att det likväl föreligger viss praktisk skillnad mellan att inneha panträtt eller äganderätt.

Det är för transaktionen av vikt att fastställa när ren risköverföring, riskövergång, har uppnåts. I praktiken garanteras olika karakteristika per den dag försäljning företas, d.v.s. vid tidpunkten för överlåtelsen. Överlåtaren garanterar då exempelvis per den dagen att någon gäldenär inte var på obestånd samt att samtliga parter ingått avtal på ifrågavarande villkor o.s.v. Vad som därefter inträffar sker följaktligen på köparens risk och i det fall gäldenären efter riskövergången blir insolvent skall det således inte ha någon återverkan på försäljningen och krav skall inte kunna riktas mot säljaren på grund därav. I det fall transaktionen överensstämmer med det anförda har en true-sale uppnåts, d.v.s. risken har överflyttats från överlåtaren (originatorn) till förvärvaren (specialföretaget). Frågan om risköverföring torde vara relativt lättförståelig i teorin medan den i praktiken emellertid förefaller vara betydligt mer nyanserad eftersom fordringsportföljer i allmänhet överlåts till en viss rabatt.²⁵⁰ Vidare företas i praktiken inte sällan även transaktioner med en dynamisk köpeskillning, vilket innebär att beräkning av köpeskillningen företas utifrån portföljens historiska utveckling. Beräkningen styr fastställandet av köpeskillningen för nästkommande transaktion i det fall köp företas löpande, viken i förlängningen torde tyda på att viss kreditrisk är avsedd att kvarbli hos överlåtaren, oaktat att transaktionen gesken av att förvärvaren har företagit köpt utan garantier eller rättigheter om återköpskrav.²⁵¹ För att undvika att en företagen transaktion inom ramen för en

²⁴⁹ Se prop. 2000/01:19 s 25 f.

²⁵⁰ Det kan förenklat uttryckas; en portfölj om 100 som i praktiken exempelvis avyttras för 98 ger öskt upphov till att frågan om huruvida de resterande 2 delvis utgör s.k. riskskydd uppkommer. I det fall en förväntad förlust på portföljen endast är 1 medför transaktionen en rabatt på 2 % av hela kreditrisken.

²⁵¹ Det anförda baseras på vad som framkommit under intervjuer och informationsmöten med yrkesverksamma jurister, specialiserade på strukturerad finansiering.

värdepapperiseringsstruktur skall komma att omkaraktiseras som en säkerhetsöverlåtelse, skall följaktligen *all* kreditrisk i förhållande till de underliggande tillgångarna överföras till specialföretaget.

6.1.2 Originatorns praktiska åtaganden som administrator

Den sakrättsliga problematiken blir påtagligt svårbemästrad i det att originatorn, för att kunna fullgöra sin roll som administrator, nödgas ha faktisk rådighet över den sålda portföljen. Till det hör att originatorn regelmässigt åtagit sig rollen i eget intresse då ett av fundamenten för förfarandet värdepapperisering är möjligheten för originatorn att även efter överlåtelse bibehålla kundkontakterna.²⁵² För den här studien är det sålunda av vikt att beröra sådant som rör originatorns förhållande till de överlåtna fordringarna, d.v.s. kvarstående åtaganden eller krav som originatorn efter överlåtelsen har på specialföretaget eller den överlåtna fordringsstocken.

Vad avser löpande skuldebrev är det redan klarlagt att de skall traderas, överlämnas, inom ramen för en helsvensk värdepapperiseringsstruktur för förvärvarens uppnående av borgenärsskydd. I praktiken blir ett sådant fullgörande emellertid otympligt då originatorn praktiskt sett måste ha kvar rådigheten över fordringarna för att tillfredställande kunna administrera dem. Kravet på tradition torde överensstämma med varför en överlåten fordringsstock inte längre skall kräva kapitaltäckning hos originatorn. Rådigheten blir otvivelaktigt avskuren då överlåtelsen är definitiv och kvarstående skyldigheter för originatorn avseende kreditvärdigheten i de överlåtna fordringarna saknas. I det fall originatorn företar administration av specialföretagets förvärv i egenskap av just administrator torde det följaktligen inte föreligga något särskilt hinder för uppnående av borgenärsskydd, vilket även fastställts genom inrättandet av undantaget från tradition som uppställts i SkbrL 22 § 2 st. Det har vidare konstaterats att överlåtelse av enkla skuldebrev eller fordringar i allmänhet, skall föregås av denuntiation till de berörda gäldenärerna. Det torde därmed heller inte föreligga några sakrättsliga hinder mot att värdepapperisera enkla skuldebrev och låta överlåtare, originatorn, administrera det hela under förutsättning att de berörda gäldenärerna korrekt denuntieras.²⁵³

En grundläggande princip inom civilrätten är att en borgenär fritt kan överlåta sin fordran. Då en fordran värdepapperiseras uppkommer därmed den viktiga frågan huruvida sådana invändningar som grundas på det ursprungliga fordringsförhållandet även kan framställas gentemot förvärvaren. Gäldenärens ställning efter det att en fordringsöverlåtelse företagits i samband med en värdepapperisering styrs i första hand av skuldebrevslagens bestämmelser. Vid överlåtelse av enkla skuldebrev, försätts enligt SkbrL 27 §, förvärvaren inte i en bättre ställning gentemot gäldenären än den överlåtare hade innan förtagen överlåtelse.²⁵⁴ Vad anbelangar löpande skuldebrev, regleras gäldenärens ställning istället huvudsakligen av bestämmelserna i SkbrL 15-17 §§ och utgångspunkten

²⁵² Nydrén, SvJT 1995 s. 236.

²⁵³ Hevesy & Sahibzada, Ny Juridik 4:00 s. 48.

²⁵⁴ Notera dock att bestämmelsen, fråntaget konsumentkrediter, är dispositiv.

är att invändningar som gäldenären hade kunnat framställa mot en borgenär inte längre kan göras gällande mot en godtroende förvärvare av fordringen.²⁵⁵ Situationen vid originatorns överlåtelse av fordran skiljer sig sålunda typiskt sett inte från fordringsöverlåtelser i allmänhet, varför det i förarbeten anges att det inte föreligger skäl för att särskilt reglera förhållandet vid värdepapperisering.²⁵⁶ Däremot kan originatorn med gäldenären initialt ha avtalat om vissa mängdrabatter, och i det fall sådana föranleder att originatorn även efter överlåtelser tillåts förfoga över aktuella fordringar torde det kunna ifrågasättas huruvida överlåtare kan anses ha avskuren rådighet över de samma. Såväl avseende löpande som enkla skuldebrev skulle ett sådant förfarande kunna innebära att originatorn indirekt efterställt lån varför kreditrisken tvivelaktigt tillfullo kan anses ha övergått till förvärvaren.

En kompromiss i praktiken, baserad på juridisk analys, utgörs av att rabatter tillåts ges inom snäva ramar. Det åtföljande villkoret stipulerar emellertid inte sällan att det rör sig om sedvanliga volymrabatter som åtföljer regelverk och system sedan tidigare överenskomna med kunder. Det är följaktligen svårare att rättfärdiga de fall befintliga kunder önskar förhandla om nya rabatter. Att tillerkänna överlåtare en sådan befogenhet skulle innebära fria tyglar att hantera fordringarna, varför kravet på rådighetsavskärning obestridligen kan anses uppfyllt. Originatorns uppdrag som administrator utgörs av att regelmässigt företa administration, och i de fall det i relation till specifika gäldenärer sedan tidigare finns ett etablerat volymrabattsavtal bör det per automatik fortlöpande kunna tillämpas mellan köparen av fordran (specialföretaget) och gäldenären. Det i praktiken begagnade resonemanget torde sammantaget innebära att tillämpning av underliggande villkor generellt är godtagbar medan det inte anses acceptabelt att för originatorn utöka eller förhandla om nya villkor, ehuru det inte ännu är formellt fastställt.²⁵⁷

6.1.3 Alternativ administration

Innan Obligentia-fallen, anlätades generellt en extern servicer för hanteringen av fordringarna, varför rollen som administrator följaktligen inte innehades av originatorn. Ett möjligt alternativ av liknande karaktär skulle numera kunna vara att inom en koncern, uppdra åt ett annat bolag (moder, dotter- eller systerbolag) att verka som servicer, istället för originatorn. I det fall köparen uppdragit åt originatorns moderbolag att fortlöpande administrera de överlåtna fordringarna skulle det föranleda att originatorn i sig tillfullo blir rådighetsavskuren. Formellt juridiskt uppbärs administrationen då av en annan juridiskt enhet varför det borde vara funktionellt genomförbart. En annan omständighet är emellertid att det inte sällan de facto är samma personer som utövar den faktiska bolagskontrollen varför det torde kunna ifrågasättas om rådigheten på så vis verkligen blivit

²⁵⁵ Det gäller endast s.k. extingibla invändningar, såsom att skuldförhållandet upphört eller förändrats genom avtal. Sådana invändningar som kan göras gällande mot en godtroende förvärvare kallas bestående.

²⁵⁶ Se prop. 2000/01: 19 s. 29.

²⁵⁷ Det anförda baseras på vad som framkommit under intervjuer och informationsmöten med yrkesverksamma jurister, specialiserade på strukturerad finansiering.

avskuren i praktiken och om det således har någon konkret verkan. Vad anbelangar rättshandling mellan närstående bolag bör noteras att ehuru det i en sådan affärstransaktion torde vara samma personer som har rådighet över tillgångarna, upprätthålls ett sådant förhållningssätt av rättsordningen emedan det inte är nödvändigt att rådighetsavskära sig själv. Ytterligare ett exempel på alternativ administration är att uppdra åt ett utländskt bolag i koncernen att vara servicer för hela koncernen. Förfarandet kallas internationellt för *continuing services* och underlättar för originatorn, att efter överlåtelsen i stor utsträckning bibehålla kundkontakten, vilket utgör en viktig del av syftet bakom transaktionen.²⁵⁸ Förfarandet medför emellertid omständliga och kostsamma rutiner för koncernen varför det sammantaget kan konstateras att originatorn i praktiken väl lämpar sig som administrator i det fall rådigheten kan anses tillräckligt avskuren.

²⁵⁸ Det anförda baseras på vad som framkommit under intervjuer och informationsmöten med yrkesverksamma jurister, specialiserade på strukturerad finansiering.

7 Genomförda helsvenska värdepapperiseringar

7.1 Allmänt om helsvenska värdepapperiseringar

Innan säkerställda obligationer gjorde sitt inträde på den svenska finansiella marknaden genomfördes ett flertal värdepapperiseringstransaktioner med internationell prägel av bland andra SEB och SBAB. Det har emellertid endast genomförts ett fåtal renodlade helsvenska värdepapperiseringar där svenska specialföretag har använts och svenska regelverk tillfullo tillämpats, den viktigaste anledningen till det torde vara de näringsrättsliga reglerna som då aktualiseras. Reglerna som bland annat föranleder kapitaltäckningskrav samt Finansinspektionens tillsyn undviks främst genom att transaktioner har strukturerats på så vis att specialföretagen har etablerats utomlands. Vid upprättandet av svenska värdepapperiseringar sökes internationella modeller i största möjliga mån efterliknas och utgångspunkt tas om möjligt i någon tidigare internationell struktur, jämte rättelse efter svenska regler företrädesvis med minimala anpassningar.²⁵⁹

7.2 Ägandestrukturer

Teoretiskt står ett flertal olika alternativ till buds vad gäller ägandestrukturer, i praktiken nyttjas i Sverige emellertid främst två olika alternativ till ägande av specialföretaget inom ramen för en värdepapperiseringsstruktur. Den ena varianten innebär att specialföretaget är ett dotterföretag till originatorn.²⁶⁰ En sådan struktur föranleder viss risk till konsolidering redovisningsmässigt eftersom de regulatoriska fördelarna inte uppnås. Däremot föranleder en sådan ägandestruktur att originatorn erhåller finansieringsmässiga fördelar av att tillgångarna isoleras i ett specialföretag med lägre kreditrisk än originatorn besitter.²⁶¹ Den andra varianten realiserar genom strävan att replikera en anglosaxisk struktur emedan specialföretaget ägs av en stiftelse.²⁶² Genom att nedan närmare presentera tre transaktioner baserade på olika komplexa finansiella instrument syftar förevarande avsnitt till att ge en inblick i hur problematiken med rådighetsavskärning inom ramen för helsvenska värdepapperiseringsstrukturer har lösts i praktiken.

7.2.1 Framtiden Public Housing Finance

Framtiden Public Housing Finans 1-5 som genomförde den senaste transaktionen under september 2004 innefattade värdepapperisering av kommersiella bolån till

²⁵⁹ Det anförda baseras på vad som framkommit under intervjuer och informationsmöten med yrkesverksamma jurister, specialiserade på strukturerad finansiering.

²⁶⁰ Exempel på sådan struktur är *Framtiden Publik Finans* och *Akelius Fastigheter*.

²⁶¹ I transaktionen *Hypotekspension* var exempelvis bolaget inte underkastat Finansinspektionens tillsyn eller regulatoriska kapitalkrav, vilket medförde att det inte hade någon nämnvärd betydelse om transaktionen fördes on- eller offbalancesheet.

²⁶² Ett exempel på en sådan transaktion är *Fysikhuset* som arrangerades av Öhman. Internationellt utgörs ägandet generellt av en s.k. *trust* eftersom det anses utgöra en flexibel bolagsform och i Sverige hävdas inte sällan att stiftelser är den bolagsform som mest liknar en *trust*.

kommunala bostadsföretag och uppmärksammas särskilt då den var först med att använda ett svenskbaserat specialföretag.

7.2.1.1 Företagsfakta

Förvaltnings AB Framtiden ägs i sin helhet av Göteborgs Stad och koncernen omfattar elva rörelsedrivande dotterbolag, varav samtliga har en egen styrelse och VD som ansvarar för verksamhet, organisation och administration. Emedan moderbolaget (Förvaltnings AB Framtiden) övergripande ansvarar för: strategisk utveckling, finansiering, kvalitetsanalyser, rapportsystem och redovisningsregler ansvarar dotterbolagen självständigt för den operativa verksamheten vilken inbegriper: förvaltning, marknadsföring, utvecklingsarbete, stadsförnyelse, småhusbyggnation och byggherreverksamhet.²⁶³

7.2.1.1.1 Finansieringsprogram

Under 2010 etablerade Förvaltnings AB Framtiden två finansieringsprogram på marknaden. Det första etablerades under maj månad som ett domestikt Certifikats program med en limit på 3 miljarder kronor. Det andra finansieringsprogrammet etablerades under augusti och utgjorde ett domestikt Medium Note program (MTN) med en limit om totalt 5 miljarder kronor.²⁶⁴

7.2.1.2 Transaktionsstruktur

Framtiden Public Housing Finance No. 5 AB (publ) bildades 2004 och är ett helägt dotterbolag till Förvaltnings AB Framtiden. Bolagets enda syftet var att emittera ett obligationslån om 295.000.000 euro med rörlig ränta på den internationella kapitalmarkanden. De upplånade medlen konverterades genom valuta- och ränteswaps,²⁶⁵ till 2.700.000.000 kronor och fördelades till koncernens bostadsföretag på följande sätt: Bostads AB Poseidon 1 150 000 000 kronor, Göteborgs stads bostadsaktiebolag 1 000 000 000 kronor och Familjebostäder i Göteborg AB 550 000 000.²⁶⁶ Den omfattande utlåningen till bostadsföretagen säkerställdes genom pantbrev i respektive låntagande företags fastighetsbestånd till ett sammanlagt belopp motsvarade lånebeloppet. Lånefordringar med tillhörande pantbrev pantsattes till säkerhet för obligationslånet. Som ytterligare säkerhet för obligationslånet tillades en option för obligationsinnehavarna att för en krona överta samtliga aktier i Framtiden Public Housing Finance No. 5 AB (publ.). Optionen säkerställdes genom pantförskrivning av aktierna. Förvaltnings AB Framtiden, koncernens moderbolag, förband sig att utan vederlag svara för all administration. Därutöver täckte de låntagande bostadsföretagen samtliga löpande kostnader förenade med obligationslånet. Genom de två avtalen avses Framtiden Public Housing Finance No. 5 AB (publ.) årligen bära uppvisa ett +/-0-resultat. Obligationslånet noterades vid börserna Luxemburg och Stockholm.²⁶⁷

²⁶³ <http://www.framtiden.se/sv/Koncernen/>, den 20 maj 2011.

²⁶⁴ <http://www.framtiden.se/sv/Finansiell-info/Finansieringsprogram/>, den 22 maj 2011.

²⁶⁵ Valuta- och ränteswapsavtalet innebär att samtliga ränte- och kapitalbetalningar i SEK motsvarade det belopp, som erlades i Euro för obligationslånet.

²⁶⁶ Framtiden Public Housing Finance No. 5 AB (publ), Årsredovisning 2004, s. 4.

²⁶⁷ Framtiden Public Housing Finance No. 5 AB (publ), Årsredovisning 2004, s. 4.

7.2.2 Fysikhuset Stockholm KB

Fysikcentrum – ett centrum för forskning och undervisning inom fysik, astronomi och bioteknik inom Stockholms universitet och Kungliga Tekniska Högskolan – uppfördes 1999-2001 genom en för tidpunkten annorlunda finansiering än brukligt. Fysikhuset Stockholm KB var ägare till fastigheten, vars finansiering under genomförandet skedde via byggnadskreditiv. Den långfristiga finansieringen realiserades genom att obligationer till ett totalt värde av 1.700.000.000 kronor utgavs, varvid byggnadskreditivet i sin helhet återbetalades genom likviden för det utställda obligationslånet.²⁶⁸

7.2.2.1 Företagsfakta

Fysikhuset Stockholm KB registrerades som kommanditbolag 1996 med verksamhetssyfte att förvärva fastigheten Katrumpstullen 1, Stockholms Stad vid Roslagstull i Stockholm. Efter förvärvet tecknades entreprenadavtal och därtill hörande exploateringsavtal för uppförande av fysikcentrum på fastigheten och bolagets verksamhet består därefter i att träffa hyresavtal samt äga och förvalta fastigheten och bedriva därmed förenlig verksamhet.

7.2.2.2 Transaktionsstruktur

Fysikcentrum, ett internationellt centrum för fysikforskning och fysikutbildning, upprättades av Skanska och komplexet ägs av Fysikhuset Stockholm KB, som i sin tur ägs av Fysikhuset Fastighets AB samt av Stiftelsen Fysikhuset. Kostnaden för uppförandet uppgick till 1.200.000.000 kronor (motsvarande investeringen i mark och byggnader) och finansierades genom ett obligationslån. Därutöver beräknades 500.000.000 kronor tillkomma i form av tilläggsinvesteringar varför utrymme för ytterliggare emissioner under obligationslånet lämnades. Ett hyresavtal slöts mellan Emittenten (Fysikhuset Stockholm KB) och Staten (KTH och Stockholms universitet), enligt vilket det framgår att de hyresinbetalningar som Staten erlägger motsvarar Emittentens utbetalningar under obligationslånet. Det kan i samband med det konstateras att bashyran i hyresavtalet är beräknad så att Emittenten kan möta sina åtaganden under obligationslånet. Dessutom står Staten under hela hyresperioden via tilläggshyra för Emittentens eller dess ägares samtliga övriga kostnader. Kreditrisken måste följaktligen ha ansetts övergått. Obligationsinnehavarna erhöll säkerhet i form av Emittentens rättigheter enligt hyresavtalet med Staten, pantbrev om 100 000 kronor i fastigheten Katrumpstullen 1, Stockholm, samtliga kommanditdelar i Emittenten samt samtliga aktier i Fysikhuset Fastighets AB. Skanska erhöll uppdraget att projektera, bygga, finansiera, förvalta samt hyra ut fastigheten, i vilken Fysikcentrums verksamhet kom att bedrivas i, till Stockholms universitet och KTH. Det är Statens intention att långfristigt disponera Fastigheten, varför Staten önskade full förfoganderätt under lång tid. Staten kommer däremot inte initialt att direkt äga Fysikcentrum, utan är istället garanterad tillgång till Fastigheten genom ett knappt 25-årigt hyresavtal samt genom en option att efter 20 år förtidsinlösa

²⁶⁸ Börsprospekt, E. Öhman J:or Fondkommission AB, (2001), Fysikhuset Stockholm KB, Realt Obligationslån med deflationsskydd.

Obligationslånet och förvärva Fastighetens ägare, Emittenten. Standard & Poor's tilldelade Obligationslånet ratingen AAA.

Transaktionen är särskild från andra genom att obligationslånets kapitalskuld, ränta och amortering årligen justeras för inflation.²⁶⁹ Vidare erhåller investerare därtill ett deflationsskydd, innebärande att i de fall deflation²⁷⁰ inträffar under Obligationslånets löptid förblir beloppen oförändrade tills det att svenskt konsumentprisindex återigen överstiger en tidigare högre nivå under Obligationslånets löptid, vilket följaktligen innebär att investerare i obligationerna är skyddade mot deflation.²⁷¹

7.2.3 Svensk Hypotekspension AB

I september 2010 bröts stiltjen på den svenska värdepapperiseringsmarknaden som uppkom under finanskrisen, emedan Svensk Hypotekspension AB (SHPAB) genom sitt helägda dotterbolag Svensk Hypotekspension Fond 1 AB (publ) genomförde den första värdepapperiseringen med en svenskbaserad emittent sedan 2004 och den första i Europa av sitt slag sedan 2005. Transaktionen motsvarade 900 miljoner kronor, varav 318 mkr med rörlig ränta och 582 mkr med fast ränta. Dokumentationen upprättades i sin helhet enligt svensk rätt.²⁷²

7.2.3.1 Företagsfakta

Svensk Hypotekspension AB,²⁷³ är ett svenskt finansiellt institut som etablerades 2005 med syfte att erbjuda s.k. Hypotekspension®, ett garanterat hypotekslån utan löpande räntebetalningar och utan tidsbegränsning där låntagarens villa, bostadsrätt eller fritidshus utgör säkerheten, till pensionärer med övervärde i sina bostäder.²⁷⁴ Den här lånetypen benämns internationellt för *equity release* eller *reverse mortgages* och utgör lån till individer över 60 år med säkerhet i deras villa eller bostadsrätt, vilka löper med kapitaliserad ränta till dess låntagaren flyttar från sin bostad eller avlider.²⁷⁵ För låntagaren erbjuder Hypotekspension® sålunda följande möjligheter: i förtid erhålla likvida medel, låna upp till 45 % av bostadens marknadsvärde, undgå löpande räntor och amorteringar så länge kvarboende sker samt behålla skulden på en nivå som aldrig överstiger egendomens värde.²⁷⁶ Vidare erbjuds låntagarna i enlighet med internationella

²⁶⁹ Med det menas att justering årligen görs för ökning av svenskt konsumentprisindex (KPI) publicerat av Statistiska Centralbyrån (SCB).

²⁷⁰ Med deflation åsyftas en sänkning av KPI.

²⁷¹ Börsprospekt, E. Öhman J:or Fondkommission AB, (2001), Fysikhuset Stockholm KB, Realt Obligationslån med deflationsskydd.

²⁷² Pressmeddelande av den 3 september 2010, GlobeNewswire, Stockholm.

²⁷³ Bolaget hade vid årsskiftet 2009/2010 cirka 4000 kunder och en total lånestock om cirka 930 miljoner kronor.

²⁷⁴ Pressmeddelande av den 3 september 2010, GlobeNewswire, Stockholm. Låneutrymmet startar på 15 % vid 60 års ålder och ökar successivt allt eftersom låntagaren blir äldre, beroende av låntagarens ålder samt värdet av bostaden är det möjligt att låna upp till 45 % av egendomens värde.

²⁷⁵ Deacon, Global securitisation and CDOs, s. 134 och 603.

²⁷⁶ Svensk Hypotekspension AB:s affärsidé bakom den finansiella konstruktionen är sammantaget huvudsakligen att tjäna pengar på räntemarginalen, d.v.s. skillnaden mellan den ränta som låntagaren betalar och den lägre ränta som Hypotekspension® betalar för att låna upp pengarna.

regler en s.k. skuldfrigaranti, vilken innebar att kunden aldrig kan bli skyldig mer än vad en försäljning av bostaden inbringar.²⁷⁷

7.2.3.2 Transaktionsstruktur

Svensk Hypotekspension AB (originatorn) önskade frigöra kapital och fann värdepapperisering vara en lämplig finansieringsform då den möjliggjorde att fordringarna kunde omsättas till värdepapper, vartefter transaktionsstrukturen till fullo uppställdes enligt svensk rätt. Tillgångsportföljen utgjordes av en ansenlig ansamling Hypotekspension® och överläts till ett nyetablerat specialföretag, det svenska publika aktiebolaget Hypotekspension Fond 1 AB (publ).²⁷⁸ Specialföretaget ägdes av originatorn och hade i transaktionen till enda syfte att äga lånestocken bestående av Hypotekspension®, samt med den som säkerhet emittera obligationer för sin finansiering. Specialföretaget gav ut obligationer motsvarande 900 miljoner kronor, varav 318 mkr med rörlig ränta och 582 mkr med fast ränta. Obligationerna backades i sin helhet av tillgångsportföljen innehållandes Hypotekspension® och utbetalning av ränta och återbetalning av kapitalbelopp på obligationerna styrs av det kassaflöde som portföljen genererar.²⁷⁹ Utöver obligationsemissionen finansierades överlåtelsen genom att SHPAB för likviditetsbuffert och allmänna utgifter försedde specialföretaget med efterställda lån. Genom överlåtelseavtalet erhöll originatorn en frivillig återköpsrätt av fordringar i tillgångsportföljen, en sådan rätt underkastades dock samtycke från specialföretaget samt obligationsinnehavarnas företrädare.²⁸⁰ Obligationsinnehavarna erhöll säkerhet i: (i) de underliggande tillgångarna, (ii) vissa av specialföretagets bankkonton, (iii) aktierna i specialföretaget samt (iv) de efterställda lånen. Säkerheten hålls av CorpNordic Sweden AB som även agerade företrädare för obligationsinnehavarna.

I rollerna som serviceföretag och fullständig ägare tillhandahåller originatorn ledning och operativa tjänster för drift och förvaltning. Som serviceföretag sköter originatorn alltjämt efter överlåtelsen administrationen av tillgångsportföljen och mottager betalning från de underliggande gäldenärerna. Rollen som ensam aktieägare innebär att originatorn utövar full kontroll över sådana frågor som avgörs utifrån rösträtten, vilket kan föranleda visst konfliktintresse gentemot obligationsinnehavarna.²⁸¹ Inom ramen för Svensk Hypotekspension AB:s värdepapperisering tillhandahöll originatorn, som serviceföretag, tjänster för drift och förvaltning. Det faktum att Svensk Hypotekspension iklädde sig rollen som administrator föranledde en positiv marginal för bolaget samtidigt som kundkontakterna alltjämt bibehölls. Cerdo Bankpartner AB är tillsvidare satt som

²⁷⁷ Det anförda är baserat på Svensk Hypotekspensions presentationsbroschyr om Hypotekspension® http://www.svenskhypotekspension.se/pdf/Hypotekspension_presentationsbroschyr.pdf, den 15 juni 2011.

²⁷⁸ Specialföretaget Svensk Hypotekspension Fond 1 AB etablerades den 24 juni 2009 med ett aktiekapital om 500 000 SEK, delat på 5 000 aktier följaktligen med ett nominellt värde om 100 SEK och har sitt säte hos svensk Hypotekspension AB. Företaget är registrerat som ett finansiellt institut hos Finansinspektionen men lyder inte under dess tillsyn.

²⁷⁹ <http://www.svenskhypotekspension.se/pages/?pId=68>, den 17 juni 2011.

²⁸⁰ Svensk Hypotekspension Fond 1 AB, Prospekt s. 34.

²⁸¹ Svensk Hypotekspension Fond 1 AB, Prospekt s. 16.

ställföreträdande serviceföretag och vid eventuellt behov fungerar därtill Emric Financing Outsourcing AB som dess ersättare.²⁸² DnB NOR Bank Sverige fungerade som transaktionens emissionsinstitut och obligationerna noterades på NASDAQ OMX Stockholm den 3 september. De emitterade obligationerna erhöll AA-rating av Fitch Ratings Ltd och de initiala investerarna bestod av ett antal institutionella placerare, företrädesvis större svenska pensionsförvaltare.²⁸³

7.2.4 Ägandestrukturens inverkan vid händelse av konkurs

Efter företagen granskning av de tre anförda transaktionerna kan det konstateras att ägandestrukturen har en tydlig inverkan på konsekvenserna vid händelse av konkurs och därmed följaktligen i vilken utsträckning uppnående av sakrättsligt skydd försvåras. Finansiering inom Förvaltnings AB Framtiden sker huvudsakligen i samordnad form inom koncernen medan den operativa hanteringen av de olika kreditportföljerna hanteras av respektive bolag, vilket föranleder att moderbolaget trots kontrollen och insynen, som sker genom en finanspolicy som fungerar som regel- och ramverk för dotterbolagen, genom ägande praktiskt sett måste anses tillräckligt rådighetsavskuret. Det faktum att Förvaltnings AB Framtiden utan vederlag svarade för all administration tyder på att bolaget gjorde så i eget intresse, men då Framtiden Public Housing Finance AB (publ) bekostade samtliga löpande avgifter och bostadsföretagen själva ställde säkerhet för lånen måste risken ändock anses ha övergått. Särskilt speciellt med Fysikhuset Stockholm KB:s obligationslån var att ett helägt dotterbolag agerade specialföretag. Strukturen verkar på grund av noggrann dokumentation och tydligt rådighetsavskärande i praktiken inte föranlett några sakrättsliga problem och vid händelse av konkurs måste dotterföretagen följaktligen troligtvis anses ha uppnått borgenärsskydd. I Svensk Hypotekspensions värdepapperisering agerade originatorn utöver överlåtare även aktieägare, administrator samt manager för de olika bankkontona som sattes upp med anledning av transaktionen. Emedan borgenärsskydd på förhand aldrig kan säkerställas är det viktigaste i praktiken att de olika rollerna tydligt särhålls då en väl strukturerad transaktion med tillhörande dokumentation föranleder större sannolikhet att skydd uppnås vid händelse av konkurs. Samtliga ägandestrukturer förefaller i praktiken ha fallit väl ut men vilka sakrättsliga problem och eventuellt andra brydsamheter som skulle komma att föranledas av en konkurs torde ännu vara för tidigt att utröna då någon sådan inte aktualiserats och strukturerna följaktligen inte till det yttersta testats.

7.3 Prognos över värdepapperiseringens utveckling i Sverige

Beträffande föreliggande trender på den svenska marknaden för värdepapperisering finns det faktorer som pekar åt olika håll. En faktor som talar för ökad värdepapperisering är de förhöjda kapitalkrav för kreditinstitut som blir resultatet av implementeringen av CRD II och III.²⁸⁴ Liktidigt kan det emellertid

²⁸² Svensk Hypotekspensions prospekt s. 33.

²⁸³ Pressmeddelande av den 3 september 2010, GlobeNewswire, Stockholm.

²⁸⁴ Sådana förhöjda kapitalkrav föranleder att det för banker och andra finansiella institut förefaller allt mer lockande att sälja av tillgångar från balansräkningen, trots ett retentionskrav om 5 %. Se vidare Ds 2010:40 om de ändrade kapitaltäckningsreglerna.

generellt konstateras att finansiering har blivit mer lättillgänglig. Den fatala finansiella situationen som kulminerade under hösten 2008 bringade åtskilliga banker på fall, eller i vart fall försvårade möjligheterna till självfinansiering. Nu förefaller emellertid ånyo – i alla fall de svenska – bankerna vara på grön kvist och aggressiv utlåning har återigen initierats. I de fall ett bolag har möjlighet att antingen ta upp ett vanligt banklån med ett kortavtal med säkerställd finansiering alternativt genomföra en värdepapperiseringstransaktion som inte sällan anses utgöra en relativt komplicerad och kostsam process, ges troligtvis bankfinansiering företräde.

Svenska banker har för närvarande en stor andel utestående bostadslån på sina balansräkningar, vilket medför att de torde drabbas särskilt hårt av de likviditetskrav som utgör en del av det paket som är på väg att implementeras. Anledningen till det är att lånen inte är amorterade och har lång löptid, vilket skapar incitament till att lyfta bort dem från balansräkningen på ett eller annat sätt. De ökade kapitalkravet kan på längre sikt sålunda föranleda att bankerna önskar sälja av sina tillgångar i allt större utsträckning. Sammantaget kan ökade kapitalkrav föranleda att mer tillgångar säljs av. Det kan vidare noteras att säkerställda obligationer inte längre utgör ett teoretiskt komplement till finansiering genom värdepapperisering utan i praktiken för tillfället helt har ersatt den omdebatterade finansieringsformen.²⁸⁵

Det har ovan anförts att i princip alla tillgångar kan bli föremål för värdepapperisering och genom studien av genomförda helsvenska transaktioner kan det konstateras att utformningen av den underliggande tillgångsportföljen avsevärt skiljer sig åt strukturer emellan. Utöver Hypotekspension®, är ett exempel på ett relativt nytt fenomen på värdepapperiseringsmarknaden, s.k. dödsobligationer, d.v.s. värdepapperisering av livförsäkringar och schweiziska EFG²⁸⁶ är störst på produkten i Sverige.²⁸⁷ Den svenska markanden för värdepapperisering har med undantag för enstaka transaktioner sedan finanskrisens utbrott lyst med sin frånvaro, det till trots ger finansiella experter uttryck för att marknaden är på uppgång.²⁸⁸

7.3.1 Prognostisering över eventuella förändringsbehov

Det har under närmare en tjugo års period företagits utredningar om vad som bör göras för att öka förutsättningarna för genomförande av värdepapperisering i Sverige, på liknande sådana villkor som tillämpas internationellt. Resultaten har

²⁸⁵ Det anförda baseras på vad som framkommit under intervjuer och informationsmöten med yrkesverksamma jurister, specialiserade på strukturerad finansiering.

²⁸⁶ Viktigt att notera är emellertid att de värdepapperiserade livförsäkringar som EFG erbjuder utgör en s.k. *private placement*, varför prospekt och insättningsgaranti saknas. Vidare erfordrar produkten inte Finansinspektionens godkännande.

²⁸⁷ De s.k. dödsobligationerna möjliggör för investerarna en avkastning på 8-20 procent och den största risken för emittenten är att livförsäkringstagaren lever längre än beräknat.

Se Svensson, Karin, *Nya sparformen: dödsobligation*, Dagens industri, http://di.se/Templates/Public/Pages/ArticlePrint.aspx?pl=113828_ArticlePageProvider, den 20 juni 2011.

²⁸⁸ Det största praktiska problemet förefaller numera vara att finna investerare som förstår den finansiella konstruktionen samt dess produkters komplexitet.

varit knapphändiga och den allmänna konsensusen i praktiken är att arbetet är långt ifrån fulländat och bör kontinuerligt fortlöpa.

Ur ett praktiskt perspektiv vore det exempelvis lämpligt att göra det näringsrättsliga kravet mindre strängt genom att vidga begreppet *enstaka tillfällen*, och följaktligen möjliggöra företagande av fler än tre överlåtelser inom ramen för en värdepapperisering. Ytterligare ett alternativ för att förbättra förutsättningarna för genomförande av helsvenska värdepapperiseringar vore att bättre anpassa den sakrättsliga lagstiftningen genom att tydliggöra sakrättsmomenten. En sådan åtgärd torde emellertid i praktiken vara otänkbar då tanken på att lagstifta inom sakrätten har förkastats i alla år och det skulle i dagsläget sannolikt inte prioriteras att initiera kodifiering av sakrätten. Däremot skulle en s.k. *quick-fix*, d.v.s. en snabblösning införas genom skattefrihet, eller i vart fall skattelättnader, för specialföretag liknande den som tillämpas på Irland eller Jersey etc. Det bör emellertid anmärkas att tanken inte är att sådana bolag skall betinga ett överskott och tillägna sig vinster genom att undgå beskattning utan snarare att frångå riskerna att en utomstående borgenär i efterhand gör ogrundade anspråk med anledning av otydliga rättsregler.²⁸⁹

²⁸⁹ Det anförda baseras på vad som framkommit under intervjuer och informationsmöten med yrkesverksamma jurister, specialiserade på strukturerad finansiering.

8 Avslutning

Det kan utifrån den företagna studien om sakrättsligt skydd konstateras att sakrättsliga moment avser de rekvisit som behöver vara uppfyllda för att en förvärvare skall erhålla sakrättsligt skydd, gentemot överlåtarens borgenärer, *borgenärsskydd*, eller annan förvärvare som har sakrättsliga anspråk på samma egendom, *omsättningsskydd*. Det huvudsakliga syftet som lyfts fram i förarbeten, praxis och doktrin är att allvarligt menade transaktioner skall erhålla sakrättsligt skydd varför de sakrättsliga momenten är avsedda att motverka skentransaktioner och andra mot borgenärer svikliga handlingar.

Med anledning av att det vid denuntiation uppställs stränga krav på klarhet för den rättshandling som denuntiationen avser är det inte tillräckligt att en gäldenär endast underrättas om att betalning skall ske till annan part. Det krävs istället enligt SkbrL 31 § att ett uttryckligt meddelande om överlåtelse eller att gäldenären på annat sätt klart förstått att denuntiationen innebar det samma. I Obligentiafallen som utgör utgångspunkten för framställningen diskuterades huruvida tillräckligt rådighetsavskärande var för handen. Utifrån företagen studie kan det angående denuntiation sammantaget konstateras att i de fall korrekt underrättelse faktiskt sker fordras inte ett fullständigt rådighetsavskärande emedan det i NJA 1995 s. 367 I och II godtogs att en viss begränsad rådighet företogs. Vidare kan det i enlighet med det anförda rättsfallet NJA 2007 s. 413 sannolikt fastställas att denuntiation till ett förvärvande bolag som företräds av samma ställföreträdare som överlåtande bolag, till skillnad från tidigare praxis, numera kan godtas. Dessutom anses det i vissa fall tillräckligt att meddelandet innehåller besked om att förvärvaren har rätt att uppbära betalning eller hämta egendomen i tredje mans besittning. En denuntiation och dess efterföljande verkningar bör emellertid lämpligen tolkas i varje enskilt fall för att fastställa om den medfört sakrättsligt skydd eller inte, men generellt måste praxis i kombination med doktrin tolkas så att ett fullständigt rådighetsavskärande inte krävs under förutsättning att tydlig och godtagbar denuntiation faktiskt givits. Med utgångspunkt i anförda rättsfall och tillämplig doktrin måste det sålunda anses klarlagt att det inte föreligger sakrättsliga hinder mot att värdepapperisera enkla skuldebrev och låta överlåtaren originatorn, administrera det hela under förutsättning att de berörda gäldenärerna regelrätt denuntieras. Emedan ett av huvudskälen för Högsta domstolens slutsats i NJA 1995 s. 367 var att efterhandskonstruktioner förhindrades genom denuntiationen till tredje man, kan det de lege ferenda finnas goda skäl att noga överväga uttrycklig reglering över hur en denuntiation bör formuleras och hur bevisning om sådan denuntiation sedermera lämpligen skall förevisas.

Det har i förevarande framställning konstaterats att det för löpande skuldebrev återfinns särskilda traditionskrav och reglerna skiljer sig ifrån de om enkla skuldebrev och andra fordringar. Traditionskravet som uppställs i SkbrL 22 §, innebär att sakrättsligt skydd enligt huvudregeln uppstår i och med att skuldebrevet traderas. Lagrummet innebär att förvärvaren av ett löpande skuldebrev erhåller sakrättsligt skydd från överlåtarens borgenärer då skuldebreven kommer i dennes besittning före konkurs eller utmätning. Trots det stränga kravet på tradition är det paradoxalt nog enklare att värdepapperisera

löpande skuldebrev än enkla skuldebrev eftersom SkbrL 22 § 2 st. medger ett undantag från traditionskravet vad gäller borgenärsskydd vid förvärv av löpande skuldebrev. Lagrummet stadgar att i de fall bank, kreditmarknadsföretag eller värdepappersinstitut säljer löpande skuldebrev är överlåtelsen gällande mot bankens, kreditmarknadsföretagets eller värdepappersinstitutets borgenärer oaktat att skuldebrevet för förvaring kvarlämnats hos banken, företaget eller institutet. Undantaget möjliggör följaktligen för en kund till en bank, kreditmarknadsföretag eller värdepappersinstitut att förvärva värdepapper ur bankens, företagets eller institutets egen portfölj utan att besittningsövergång skall behöva ske eftersom redan överlåtelseavtalet medför att förvärvaren erhåller sakrättsligt skydd mot motpartens borgenärer.

Utifrån det behandlade materialet kan det sammantaget konstateras att kravet på rådighetsövergång vid tradition har ändrats till ett krav på rådighetsavskärande. Vad det här kravet på rådighetsavskärande de facto innebär och hur mycket rådighet en originator kan tillåtas besitta utan att förvärvaren per automatik torde förlora sakrättsligt skydd är emellertid osäkert. En tankegång som framlagts inom ramen för förevarande framställning är att en originator i relativt stor utsträckning skulle kunna besitta rådighetspåverkan över det överlåtna under förutsättning att en hög grad av kontrollerbarhet samt synliggörande aktualiseras kring transaktionen. De två faktorerna är normalt sett uppfyllda vid värdepapperiseringstransaktioner; kontrollerbarheten i det att transaktionerna är offentliga, stora publika aktörer är inblandade och det finns dokumentation framställda av ekonomer, jurister och andra specialister inom området vilket innebär att flertalet vittnen återfinns. Emedan transaktionerna företrädesvis riktar sig till den allmänna marknaden föreligger likaledes en hög nivå av synliggörande. De två faktorerna sammantaget möjliggör en lägre grad av rådighetspåverkan vilket i praktiken skulle kunna innebära att rådighetsavskärande inte är en absolut nödvändighet utan någon form av inskränkning vore fullt tillräckligt. En sådan inskränkning kan aktualiseras på ett flertal olika sätt varpå olika nivåer av rådighetspåverkan åstadkommes; exempelvis kan förfogandelegitimationen begränsas på så sätt att överlåtaren får förfoga genom överlåtelse till andra banker men inte andra institut, alternativt endast till svenska banker och den minsta möjliga inskränkningen vore givetvis att överlåtaren tillåts överlåta till vem denne så önskar.

Vad anbelangar avskuren betalningslegitimation kan anmärkas att det även här kan stipuleras olika grader. Betalning som mottages av originatorn i en administratörsroll och där pengarna omedelbart, skall överföras till ett annat konto utgör en hög grad av avskuren betalningslegitimation. Den högsta graden utgörs emellertid av att originatorn som administrator inte tillåts emotta någon betalning alls. I de fall betalningslegitimation medges kan diverse olika krav uppställas om exempelvis en timme, en vecka, eller att pengarna inte behöver överföras men måste hållas avskilda. Det absolut lägsta kravet som följaktligen inte torde innebära någon särskild inskränkning är att även sammanblandning av medlen medges. Med en originatorn i rollen som administrator skulle det innebära att överlåtaren vid behov och utan anmodan tillåts "låna" pengar av förvärvaren. Det är i praktiken följaktligen möjligt att skapa olika nivåer av rådighetspåverkan,

vilket är något som inte sällan glöms bort i argumentationen kring betydelsen av kravet på rådighetsavskärande vid uppnående av sakrättsligt skydd för förvärvaren. Vidare har det i förevarande framställning konstaterats att ägandet inom ramen för en värdepapperiseringsstruktur kan struktureras på olika sätt men oavsett vilken ägandeform som anlitas är det av avsevärd vikt att tydlig avtalsskrivning originatorn och specialföretaget emellan föregår en värdepapperiseringstransaktion.

Enligt grundläggande principer skall rättspraxis sträva efter att skapa förutsebara regler, något som i förevarande framställning anförda domskäl tvivelaktigt gör. Det råder ännu osäkerhet över hur omfattande kravet på rådighetsavskärande de facto är och då syftet som kravet är tänkt att fylla kan uppnås på andra sätt kan det mycket väl vara så att det har gått allt för långt med kravet på rådighetsavskärande. Att konkret besvara i vilken utsträckning som originatorn inom ramen för en värdepapperiseringsstruktur kan ha kvar rådighet över överlåtna tillgångar utan att, vid händelse av originatorns konkurs, inverkar på specialföretagets uppnående av sakrättsligt skydd låter sig sålunda svårigen göras. Praktikers förhoppning tycks emellertid vara att gränsen kontinuerligt förskjuts. Med anledning av det anförda föreligger det uppenbar rättsosäkerhet men den rättsliga tillämpningen har icke desto mindre på senare tid anammat ett pragmatiskt angreppssätt i syfte att möjliggöra att allvarligt menade transaktioner skall uppnå sakrättsligt skydd. Utifrån anförda fakta är det sammantaget möjligt att se ett tydligt samband mellan uppställda krav på kapitaltäckning, gränsdragning mellan omsättningsöverlåtelse och säkerhetsöverlåtelse samt kraven på rådighetsavskärande; det väsentliga är alltså att kreditrisken verkligen skall ha övergått från originatorn till specialföretaget.

Genom förevarande framställning som syftar till att utgöra ett konstruktivt projekt kan det slutligen sammantaget konstateras att det på förhand är omöjligt att åstadkomma en konstruktion som ovillkorligen skapar sakrättsligt skydd – det är ingalunda möjligt att undvika att en transaktion i efterhand klandras – lösningen är istället att sådana risker aktivt minimeras.

Slutord

Det torde förefalla ostridigt att svensk sakrätt är exceptionellt systematisk, allt boxas in för att sedermera passa in i ett uppsatt system. Enligt mitt förmenande vore en begränsning av den systematiska filosofin att föredra eftersom en konstruktiv ambition att se till vad som önskas åstadkommas framför tillämpning av en påhittad term som undantagslöst skall tolkas i någon sorts absurd förlängning, trots att det inte är fruktsamt, förefaller lämpligare såväl teoretiskt som praktiskt.

Genom att anamma ett konstruktivt förhållningssätt kan något nytt och förfinat konstrueras. Initialt bör besvaras vad som önskas åstadkommas. I det här fallet eftersträvas konstruktion av ett skydd mot sken- och efterhandskonstruktioner. Vid förverkligande av en sådan struktur måste ställningstagande tas i förhållande till vad som skall utgöra konstruktionens huvudsakliga byggstenar. Med hjälp av en bildlig liknelse kan det framhållas att flertalet jurister bygger med legobitar, färdigställda legobitar vars utformning inte går att påverka. Jag önskar hellre bygga med modell-lera och följaktligen skapa och forma mina egna bitar för bästa resultat. På samma sätt kan vi utveckla sakrätten, istället för att använda termen rådhetsavskärning som avgörande moment vid specialföretagets uppnående av sakrättsligt skydd kan en balanserad kombination av kontrollerbarhet, synliggörande och rådhetspåverkan där nyttan överväger kostnaderna för legitima transaktioner istället anlitas. Tydliga denuntiationer av överlåtelse och allmän insyn i komplexa strukturer skulle väl svara mot skyddsintressena och genom att praktisera olika nivåer av rådhetspåverkan tillämpas sakrättsmomenten funktionellt framför formalistiskt. Det avgörande enligt min mening bör därmed vara att erkänna att varje fall är det andra olik och sålunda även bör behandlas så. Rätten är inte något oföränderligt faktum utan bör utvecklas och förbättras med de bakomliggande syftena som främsta ledstjärnor. Till syvende och sist är det i förhållande till justitieråden som vi konstruerar och därför handlar det om att lägga grund för ett rättssystem där de rättmätiga intressena iakttages i lämplig utsträckning – genom att tillhandahålla modell-lera framför lego anmodas en anpassningsbar sakrätt med ändamålet som avgörande konfiguration. I det fall ett område saknar ett förutbestämt svar måste det utifrån givna omständigheter vara möjligt att utveckla och sedermera skapa lämpliga lösningar istället för att mekaniskt tillämpa rätten som opassliga legobitar.

Genom värdepapperiseringens progression kan det konstateras att allt går att sälja med rätt paketering och genom att anamma en konstruktiv ambition för hanteringen därav där funktionalitet väljs framför formalitet ser vi till målet framför medlen. Ett krav på rådhetsavskärning måste inte vara absolut om målet att motverka efterhandskonstruktioner och borgenärs svikliga handlingar kan uppnås genom annat lämpligare medel. Det är omöjligt att svara på vart gränsen för kravet på rådhetsavskärning de facto skall dras, men förhoppningen är att gränsen kontinuerligt förskjuts, varför juristens inte sällan begagnade uttryck ”det beror på...” kommer väl till pass. Vart gränsen i praktiken skall sättas är exempelvis beroende av vilken nivå av säkerhet och därmed kreditvärderingsnivå för obligationerna som eftersträvas i den specifika transaktionen.

Sammantaget är min åsikt att det ökade svenska intresset för värdepapperisering som kunnat skönjas under senare år kommer att bestå och att den här typen av finansieringsalternativ med komplexa finansiella instrument fortlöpande kommer att existera, utvecklas, och växa i popularitet. Den negativa verkan av en alltför rask utveckling blir emellertid att gemene man som investerare i förlängning torde få svårt att förstå vad den diversifierade portföljen verkligen innehåller. Den enligt min mening uppvägande positiva reaktionen är att den svenska finansiella marknaden inom kort kommer att erfaras ytterligare nya komplicerade finansiella konstruktioner och följaktligen i större utsträckning än i dagsläget inbegripa influenser från USA och England där finansieringsformen är betydligt mer avancerad och sofistikerad. En omständighet som säkerligen även utanför det sakrättsliga området skulle föranleda ytterligare juridiska brydsamheter.

Käll- och litteraturförteckning

Offentligt tryck

Propositioner

Regeringens proposition, 1991/92:83. Om stiftelser

Regeringens proposition, 1999/2000:94. Moderniserade kapitaltäckningsregler m.m.

Regeringens proposition, 2000/01:19. Bättre förutsättningar för värdepapperisering

Regeringens proposition, 2002/03:107. Säkerställda obligationer

Regeringens proposition, 2009/10:217. Kreditvärderingsinstitut

Regeringens proposition, 2009/10:242. Ny konsumentkreditlag

Annat riksdagstryck

Motion 2000/91:Fi10

SOU 1935:14 Lagberedningens förslag till lag om skuldebrev

SOU 1994:120 Finansiell leasing av lös egendom

SOU 1998:160 Reglering och tillsyn av banker och kreditmarknadsföretag

SOU 2000:11 Finanssektorns framtid (Finansmarknadsutredningens betänkande)

Betänkanden

Betänkande 2000/01:FiU17. Bättre förutsättningar för värdepapperisering

Betänkande 2010711:CU5. Ny konsumentkreditlag

Övrigt

Ds 1998:71. Bättre förutsättningar för värdepapperisering

Ds 2009:67. Ny konsumentkreditlag

Ds 2010:40. Ändrade kapitaltäckningsregler

Justitierådet Torkel Gregow, den 25 maj 1994, *PM angående de rättsliga förutsättningarna att genomföra värdepapperisering i Sverige*

Offentligt tryck från EU

Europaparlamentets och rådets förordning (EG) nr 1060/2009 av den 16 september om kreditvärderingsinstitut

Europaparlamentets och rådets direktiv 2000/12/EG av den 20 mars 2000 om rätten att starta och driva verksamhet i kreditinstitut

Europaparlamentets och rådets direktiv 2006/48/EG av den 14 juni 2006 om rätten att starta och driva verksamhet i kreditinstitut (*Kreditinstitutsdirektivet*)

Europaparlamentets och rådets direktiv 2006/49/EG av den 14 juni 2006 om kapitalkrav för värdepappersbolag och kreditinstitut (*Kapitalkravsdirektivet*)

Europaparlamentets och rådets direktiv 2008/48/EG av den 23 april 2008 om konsumentkreditavtal och om upphävandet av rådets direktiv 87/102/EEG (*Konsumentkreditdirektivet*)

Europaparlamentets och rådets direktiv 2009/111/EG av den 16 september 2009 om ändring av direktiven 2006/48/EG, 2006/49/EG och 2007/64/EG vad gäller banker anslutna till centrala kreditinstitut, vissa frågor som gäller kapitalbasen, stora exponeringar, tillsynsrutiner och krishantering. (*CRD II*)

Europaparlamentets och rådets direktiv 2010/76/EG av den 24 november 2010 om ändring av direktiv 2006/48/EG och 2006/49/EG vad gäller kapitalkrav för handelslager, värdepapperisering och samlad tillsynsbedömning av ersättningspolitik. (*CRD III*)

Anförd litteratur

Adlercreutz, Axel & Pfannenstill, Magnus, *Finansieringsformers rättsliga reglering*, uppl. 5:1, Studentlitteratur, Lund 2010

Boman, Per, *Factoring och leasing*, Norstedts Juridik, Lund 1985

Göransson, Ulf, *Traditionsprincipen – De svenska reglerna om köparens skydd mot säljarens borgenärer i komparativ och historisk belysning*, Iustus Förlag AB, Uppsala 1985

Davies, Howard, *Financial Crisis: Who is to Blame?*, Polity Press, Cornwall 2010

Folkesson, Enar, *Företaget i ekonomisk kris – en inblick i insolvensjuridiken*, uppl. 7, Thomson Fakta AB, Stockholm 2007

Helander, Bo, *Kreditsäkerhet i lös egendom. Sakrättsliga spörsmål*, Norstedts Juridik, Stockholm 1984.

Henriksson, Per, *Sakrättsliga moment och deras ekonomiska konsekvenser*, Jure Förlag AB, Stockholm 2009

Hessler, Henrik, *Allmän sakrätt. Om det förmögenhetsrättsliga tredjemansskyddets principer*, Norstedts Juridik, Stockholm 1973

Håstad, Torgny, *Sakrätt avseende lös egendom*, uppl. 6, Norstedts Juridik, Stockholm 1996

Jensen, Ulf, *Panträtt i fast egendom*, uppl. 8, Iustus Förlag AB, Uppsala 2008

Lambertz, Göran, Lindskog, Stefan & Möller, Mikael, *Festskrift till Torgny Håstad, Traditionsprincipen*, Iustus Förlag AB, Uppsala 2010

Martinson, Claes, *Kreditsäkerhet i fakturafordringar – en förmögenhetsrättslig studie*, Iustus Förlag, Göteborg 2002

Mellqvist, Mikael & Persson, Ingemar, *Fordran och skuld*, uppl.8, Iustus, Uppsala 2007

Millqvist, Göran, *Sakrättens grunder – en lärobok i sakrättens grundläggande frågeställningar angående lös egendom*, uppl. 5, Norstedts Juridik, Stockholm 2009

Myrdal, Staffan, *Borgenärsskyddet, Om principerna för skyddet mot överlåtarens och pantsättarens borgenärer*, Norstedts Juridik, Stockholm 2002

Månsson, Fredrik & Andersson, Per-Ulrik (red.), *Värdepapperisering – Securitisation*, Norstedts Juridik, Stockholm 1995

Rodhe, Knut, *Handbok i sakrätt*, P.A. Norstedt & Söner, Lund 1985

Shaw, Zoë, *International Securitisation – The scope, development and future outlook for asset-backed finance*, MacMillan Publishers Ltd, Houndmills Basingstokes, 1991

Undén, Östen, *Svensk sakrätt. I. Lös egendom*, uppl. 10, Liber, Lund 1976

Zetterström, Stefan, *Sakrättens fyra huvudfall*, uppl. 2, Iustus Förlag AB, Uppsala 2008

Walin, Gösta, *Separationsrätt*, P A Norstedt & Söners Förlag, Stockholm 1975

Walin, Gösta, *Panträtt*, Norstedts Juridik AB, Stockholm, 1998

Wissén, Pehr & Wissén Ulf, *Finanskrisen förklarad*, Ivrig, Malmö 2011

Wood, Philip, *Law and Practice of International Finance*, University edition, Sweet & Maxwell, London 2008

Artiklar

Bergström, Svante, *Säkerhetsöverlåtelsen – en ovälkommen gäst*, SvJT 1960 s. 346 ff.

Björk, Torben, *Om factoring*, SvJT 1983 s. 325

Forssell, Hans, *Obligentias investorleasing*, JT 1995-96 s. 1113 ff.

Göransson, Ulf, *Aktuella spörsmål. Sakrättsmomentets ändamål – HD visar färg i NJA 1987 s. 3*, SvJT 1987 s. 484 ff.

Johansson, Erica, *Sweden, Securitisation 2011* (www.iclg.co.uk)

Johansson, Marcus, *Ändamålsenliga sakrättsmoment – om rådighet, sken och rådighetssken*, SvJT 1997 s. 343 ff.

Lindskog, Stefan, *Om sakrättsligt misstroende*, JT 1991-92 s. 275 ff.

Lindskog, Stefan, *Om legitimation och sakrättsligt skydd vid överlåtelse av enkel fordring*, SvJT 1994 s. 113 ff.

Lindskog, Stefan, *Sakrättsligt skydd och enkla fordringar – en replik på två repliker*, SvJT 1994 s. 715 ff.

Mellqvist, Mikael, *Anmälan av Staffan Myrdal, Borgenärsskyddet, Om principerna för skyddet mot överlåtarens och pantsättarens borgenärer*, JT 2002-03 s. 708 ff.

Millqvist, Göran, *Kreditköp eller hyra. En fråga om verklighetens inflytande på rättsliga kvalificeringar*, SvJT 1995 s. 545 ff.

Millqvist, Göran, *Traditionsprincipen på tillbakagång*, JT 2008-09 s. 115 ff.

Millqvist, Göran, *Traditioner är till för att brytas – så även traditionsprincipen*, i Festskrift till Lars Heuman, Stockholm, 2008

Myrdal, Staffan, *Några synpunkter på borgenärsskyddet*, JT 2003-04 s. 468-481

Nydrén, Birger, *Om kreditrisker och juridiska aspekter vid värdepapperisering*, Svensk Juristtidning 1995 s. 221-240

Scott, Mike, *Dangers: Credit crunch holds many key lesson for the future*, The Financial Times, June 3 2009

Svensson, Karin, *Nya sparformen: dödsobligation*, Dagens industri, 2007-10-15

Rapporter

Finansinspektionens rapport 2002:8 DNR 02-7735-601

Finansinspektionens rapport Jan 2004 DNR 04-237-250

Övrigt material

Finansinspektionens allmänna råd om krediter i konsumentförhållanden, Finansinspektionens författningssamling (FFFS), 2000:2

Finansinspektionens allmänna råd om värdepapperisering, Finansinspektionens författningssamling (FFFS), 2001:7

Finansinspektionens allmänna råd om krediter i konsumentförhållanden, Finansinspektionens författningssamling (FFFS), 2005:3

Finansinspektionens allmänna råd om krediter i konsumentförhållanden, Finansinspektionens författningssamling (FFFS), 2011:x (vid framställningens inlämnande ännu ej namngiven)

Raines, M, *Securitisation and the credit crisis, Securitisation Seminar – Part I*, Taylor Wessings, L.L.P, 4 March 2010, Centre for Commercial Law Studies, Queen Mary, University of London, materialet är tillgängligt på Queen Mary

University of London 'blackboard'

<http://www.elearning.qmul.ac.uk/webct/cobaltMainFrame.doweбет>

Roberts, Graham, Asset Secuitisation, Centre of Commercial Law Studies, Queen Mary University of London, 2010, materialet är tillgängligt på Queen Mary University of Londons 'blackboard'

<http://www.elearning.qmul.ac.uk/webct/cobaltMainFrame.doweбет>

Elektroniska källor

<http://portal.hud.gov>

<http://www.bis.org>

<http://www.di.se>

<http://www.europa.eu.int>

<http://www.hypotekspension.se>

www.dagensindustri.se

www.fi.se

www.ginniema.gov

www.nordaxfinans.se

www.riksbank.se

www.riksgalden.se

www.sbab.se

www.securitization.net

www.shpfond1.se

Prospekt

E. Öhman J:or Fondkommission AB, (2001), Fysikhuset Stockholm KB, Realt Obligationslån med deflationsskydd

Svensk Hypotekspension Fond 1 AB (publ)

Övrigt material

Framtiden Public Housing Finance No. 5 AB (publ.), Årsredovisning 2004

Framtiden Public Housing Finance No. 5 AB (publ.), Årsredovisning 2008

Framtiden Public Housing Finance No. 5 AB, Bokslutskommuniké, 19 februari 2008

Nordax Finans, Delårsrapport 2006, januari-juni

Nordax Finans, Delårsrapport 2007, januari-september

Pressmeddelande av den 27 juni 2003, *SBAB värdepapperiserar lån till bostadsrättsföreningar*, SRM Investment No 3 Limited.

Anförande av vice riksbankschef Svante Öberg, *Sverige och finanskrisen*, Carlson Investment Management, 2009-01-20

Intervjuer och informationsmöten

Erica Johansson, Jur Dr och delägare vid Advokatbyrån Delphi, Stockholm, 2010-04-15

Mattias Lampe, delägare vid Advokatbyrån Mannheimer Swartling, Stockholm, 2010-04-15

Claes Martinsson, Jur Dr och Docent i Civilrätt vid Handelshögskolan, Göteborgs universitet, Göteborg, 2011-06-22

Olof Stenström, delägare vid Advokatbyrån Mannheimer Swartling, Göteborg, 2011-03-08

Rättsfallsförteckning

NJA 1912 s. 156
NJA 1923 s. 372
NJA 1924 s. 193
NJA 1924 s. 543
NJA 1925 s. 535
NJA 1926 s. 281
NJA 1927 s. 513
NJA 1929 s. 64
NJA 1930 s. 306
NJA 1933 s. 78
NJA 1934 s. 193
NJA 1934 s. 473
NJA 1936 s. 112
NJA 1943 s. 399
NJA 1949 s. 164
NJA 1952 s. 407
NJA 1954 s. 455
NJA 1956 s. 485
NJA 1958 s. 422
NJA 1966 s. 97
NJA 1972 s. 246
NJA 1973 s. 635
NJA 1975 s. 638
NJA 1977 s. 20
NJA 1977 s. 530
NJA 1978 s. 99
NJA 1979 s. 451
NJA 1980 s. 197
NJA 1983 s. 103
NJA 1985 s. 159
NJA 1985 s. 178
NJA 1986 s. 409
NJA 1987 s. 3
NJA 1988 s. 257
NJA 1989 s. 705 II
NJA 1991 s. 564
NJA 1995 s. 362

NJA 1995 s. 367 I
NJ 1995 s. 367 II
NJ 1996 s. 52
NJ 1997 s. 660
NJ 1997 s. 86
NJ 1998 s. 379
NJ 1998 s. 520
NJ 1998 s. 545
NJ 2000 s. 88
NJ 2007 s. 413
NJ 2007 s. 652
NJ 2008 s. 684
NJ 2010 s. 154
NJ 2010 s. 467