

Överlåtelse av enkla fordringar i samband med värdepapperisering

Särskilt om kravet på rådighetsavskärande vid överlåtelse av lös egendom

Matilda Lindblom

Juridiska institutionen

Examensarbete 30 hp.

Ämnesinriktning: Allmän förmögenhetsrätt/Sakrätt

Vårterminen 2019

Grupphandledare: Johan Sandstedt

Engelsk titel: The transfer of financial assets by way of securitization and the requirement for loss of right of disposal of the transferor under Swedish law

Abstract

Securitization is a financing method used by financial institutions and other corporations and involves a transfer of financial assets, such as loans and receivables, to a special purpose vehicle (SPV). The SPV is established for the sole purpose of holding the asset backed portfolio and to issue debt securities on the capital markets. Other than this, the SPV does not conduct any business operations of its own and will therefore, in most transactions, appoint the originator (the transferor of the assets) to continue the servicing of the portfolio on the SPV's behalf. In most jurisdiction where securitization is commonly used, the assets of the SPV are protected from the originator's creditors simply by virtue of the parties entering into a valid transfer agreement. However, under Swedish law, the parties must, in addition to entering into a valid agreement, meet certain other requirements in order for the assets of the SPV to obtain such protection. Such requirements intend to terminate the originator's right of disposal over the transferred assets.

The purpose of this thesis is to investigate whether, under Swedish law, an SPV which holds an asset backed portfolio is able to obtain protection from the originator's creditors in circumstances where the originator is allowed to continue to service the portfolio. Although the requirement for a transferor of assets to lose its right of disposal over transferred assets has been subject to scrutiny by the Swedish Supreme Court (Sw. *Högsta Domstolen*) in a number of cases, it is not entirely clear what degree of loss of right of disposal is required to obtain protection from the transferor's creditors. In summary, it appears that the "illusion" of a right of disposal for the transferor does not necessarily mean that the assets will not obtain protection from the transferor's creditors. Such protection may still be obtained provided that (i) the debtor of a receivable has been notified of the transfer, (ii) the actual right of disposal over the assets has been transferred to the transferee and (iii) the transferee is able to terminate the arrangement with the transferor with immediate effect. Furthermore, a perfected real right (right in rem) may be achieved even if the transferor retains a right of disposal over the assets, provided that the transferor in such circumstances has a sufficient self-interest not to dispose of the assets.

Based on the research undertaken, it is evident that there is no certainty that an SPV's acquisition of assets in connection with securitization will be protected as a real right. The continued right of disposal of the transferor should in these circumstances be limited to only include such rights which the Swedish Supreme Court has found legitimate.

Förkortningar

| | |
|------------------------------|--|
| a.a. | (ovan) anført arbejde |
| ABS | Asset Backed Securities |
| AvbetL | Lag (1978:599) om avbetalningsköp mellan näringsidkare m.fl. |
| Basel-Iosco | Baselkommittén och Internationella organisationen för värdepapperstillsyn |
| BCBS | Baselkommittén för banktillsyn |
| BrB | Brottsbalk (1962:700) |
| CDO | Collateralized Debt Obligation |
| cit. | citeras som |
| CMBS | Commercial mortgage-backed securities |
| d.v.s | det vill säga |
| def. | definieras som |
| Ds | Departementsserien |
| Eba | Europeiska Bankmyndigheten |
| EU | Europeiska Unionen |
| f. | (och) den följande sidan |
| ff. | (och) de följande sidorna |
| FFFS | Finansinspektionens författningssamling |
| FI | Finansinspektionen |
| HD | Högsta domstolen |
| IOSCO | Internationella organisationen för värdepapperstillsyn |
| Jfr. | Jämför med |
| JustR | Justitieråd |
| kap. | kapitel |
| Kapitaltäckningsdirektivet | Europaparlamentets och rådets direktiv 2013/36/EU av den 26 juni 2013 om behörighet att utöva verksamhet i kreditinstitut och om särskild tillsyn av kreditinstitut och värdepappersföretag, om ändring av direktiv 2002/87/EG och om upphävande av direktiv 2006/48/EG och 2006/49/EG |
| Kapitaltäckningsförordningen | Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 575/2013 av den 26 juni 2013 om tillsynskrav för kreditinstitut och värdepap- |

| | |
|---------------------------------|--|
| | persföretag och om ändring av förordning (EU) nr 648/2012 |
| KKL | Konsumentkreditlag (2010:1846) |
| KL | Konkurslagen (1987:672) |
| KomL | Kommissionslag (2009:865) |
| LBF | Lag (2004:297) om bank- och finansieringsrörelse |
| LHF | Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument |
| MBS | Mortgage Backed Securities |
| NJA | Nytt juridiskt arkiv, avdelning I |
| NJA II | Nytt juridiskt arkiv, avdelning II |
| not. | footnot |
| Prop. | Proposition |
| RMBS | Residential mortgage-backed securities |
| s. | sida |
| s.k. | så kallad |
| SFS | Svensk författningssamling |
| SkbrL | Lag (1936:81) om skuldebrev |
| SOU | Statens offentliga utredningar |
| SPV | Special purpose vehicle |
| SSPE | Securitisation special purpose entity |
| SvJT | Svensk Juristtidning |
| UB | Utsökningsbalken (1981:774) |
| Värdepapperiseringsförordningen | Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2017/2402 av den 12 december 2017 om ett allmänt ramverk för värdepapperisering och om inrättande av ett särskilt ramverk för enkel, transparent och standardiserad värdepapperisering |

Innehåll

| | |
|---|----|
| Abstract..... | 3 |
| Förkortningar..... | 4 |
| 1 Inledning..... | 9 |
| 1.1 Bakgrund..... | 9 |
| 1.2 Syfte och frågeställningar | 10 |
| 1.3 Avgränsningar | 11 |
| 1.4 Metod och material..... | 12 |
| 1.5 Disposition | 13 |
| 2 Strukturerad finansiering..... | 14 |
| 2.1 Inledning..... | 14 |
| 2.2 Finansiella strukturerade produkter | 14 |
| 2.3 Värdepapperisering på den europeiska marknaden..... | 15 |
| 3 Värdepapperiseringens grundläggande drag..... | 17 |
| 3.1 Inledning..... | 17 |
| 3.2 Transaktionens parter..... | 18 |
| 3.2.1 Originatorn..... | 18 |
| 3.2.2 Specialbolaget..... | 19 |
| 3.2.3 Investerare och potentiella investerare | 20 |
| 3.3 Den underliggande exponeringen | 22 |
| 3.3.1 Enkla fordringar som egendomslag | 22 |
| 3.3.2 Enkla fordringar som underliggande exponering vid värdepapperisering..... | 23 |
| 3.3.3 Överlåtelse av enkla fordringar | 24 |
| 3.4 Varför värdepapperisering?..... | 25 |
| 3.4.1 Minskat kapitalkrav för kreditinstitut | 26 |
| 3.4.2 Frigörande av kapital för originatorn | 27 |
| 3.4.3 Diversifiering av finansieringskällor | 28 |
| 4 Borgenärsskydd för specialbolagets förvärv..... | 29 |
| 4.1 Inledning..... | 29 |
| 4.2 Sakrättslig bakgrund..... | 29 |
| 4.2.1 Borgenärsskydd vid konkurs eller utmätning | 30 |
| 4.2.2 Specialitetsprincipen..... | 31 |
| 4.3 Separationsrätt på grund av förvärvad äganderätt..... | 33 |

| | | |
|---------|--|----|
| 4.3.1 | Denuntiation till fordringsgäldenären | 33 |
| 4.3.2 | Syftet bakom genomförandet av ett sakrättsligt moment | 35 |
| 4.3.3 | Legitimationsfrågor | 36 |
| 5 | Värdepapperisering på den svenska finansmarknaden | 38 |
| 5.1 | Inledning..... | 38 |
| 5.2 | Genomförda helsvenska värdepapperiseringar..... | 38 |
| 5.2.1 | Svensk Hypotekspension AB | 39 |
| 5.2.1.1 | Originatorns verksamhet..... | 39 |
| 5.2.1.2 | Värdepapperiseringsstrukturen - SH Fond 1 AB (publ) | 40 |
| 5.2.1.3 | Värdepapperiseringsstrukturen - SH Fond 3 AB (publ) | 41 |
| 5.2.2 | Nordax Group | 43 |
| 5.2.2.1 | Originatorns verksamhet..... | 43 |
| 5.2.2.2 | Värdepapperiseringsstrukturen - SCL III..... | 43 |
| 5.2.2.3 | Värdepapperiseringsstrukturen - SCL V..... | 44 |
| 5.3 | Specialbolag upprättat inom koncernen | 45 |
| 5.4 | Strukturens betydelse vid konkurs eller utmätning | 46 |
| 6 | Originatorns fortsatta rådighet..... | 48 |
| 6.1 | Inledning..... | 48 |
| 6.2 | Motiven bakom en fortsatt rådighet för originatorn..... | 48 |
| 6.3 | Rådighetsavskärandets utveckling i praxis och doktrin | 49 |
| 6.3.1 | Investorleasing..... | 50 |
| 6.3.1.1 | NJA 1995 s. 367 I | 51 |
| 6.3.1.2 | NJA 1995 s. 367 II..... | 52 |
| 6.3.1.3 | Slutsatser | 53 |
| 6.3.2 | Borgenärsskydd vid närståendetransaktioner | 53 |
| 6.3.2.1 | Överlåtelse mellan familjemedlemmar..... | 54 |
| 6.3.2.2 | Överlåtelse eller pantsättning vid gemensam ställföreträdare | 54 |
| 6.3.2.3 | Slutsatser | 56 |
| 6.4 | Analys av borgenärsskyddet vid värdepapperisering..... | 57 |
| 7 | Avslutning..... | 60 |
| | Källförteckning..... | 62 |

1 Inledning

1.1 Bakgrund

De flesta bolag är till och från i behov av någon form av finansiering för att kunna bedriva ekonomisk verksamhet.¹ På kreditmarknaden uppkommer ständigt nya finansieringsformer som möjliggör sådan kapitalanskaffning. En särskild finansieringsform som blivit allt mer aktuell på senare tid är värdepapperisering. Värdepapperisering kan genomföras på en mängd olika sätt och i en mängd olika syften. Föremål för denna framställning är den typ av värdepapperiseringsstruktur som innebär att ett bolag överlåter sina enkla fordringar. En sådan värdepapperiseringsstruktur kan förenklat illustreras med hjälp av nedan praktiska situation:

För att frigöra kapital överlåter ett bolag en avgränsad del av sina kundfordringar till ett specialbolag. Specialbolaget emitterar i sin tur obligationer för omsättning på kapitalmarknaden med de förvärvade kundfordringarna som underliggande tillgång. Specialbolaget finansierar sitt förvärv och innehav av kreditportföljen med den likvid som inflyter vid obligationsförsäljningen. Det överlåtande bolaget, vars verksamhet genererat kundfordringarna, tillhandahåller även efter överlåtelsen vissa tjänster, för specialbolagets räkning, i förhållande till de överlåtna fordringarna. Detta beror dels på att överlåtaren, av affärsmässiga skäl, vill bevara en god kontakt med de kunder vars fordringar blivit föremål för överlåtelse till specialbolaget och dels eftersom att specialbolaget inte har någon egen personal eller verksamhet utöver kreditportföljen med kundfordringar.²

Värdepapperiseringstransaktioner likt den som kommer till uttryck i det praktiska exemplet ovan kan stöta på diverse problem i svensk rätt. Först och främst kan en struktur, genom vilken en överlåtare av viss egendom behåller viss kontroll över denna även efter överlåtelsen, medföra att specialbolagets förvärv inte erhåller skydd mot överlåtarens borgenärer. Svensk rätt uppställer nämligen ett krav på att en överlåtare måste iaktta och genomföra ett sakrättsligt moment för erhållande av borgenärsskydd. Detta sakrättsliga moment avser medföra att överlåtaren förlorar rådigheten över den egendom som överlåts, vilket ska förhindra genomförandet av borgenärsbedrägerier. För marknadens

¹ Adlercreutz och Pfannenstill, Finansieringsformers rättsliga reglering s. 13.

² Ds 1998:71 s. 13-15.

aktörer är det av yttersta vikt att erhållandet av borgenärsskydd går att säkerställa i samband med ett förvärv, eftersom egendomen annars kan komma att tas i anspråk av överlåtarens allmänna borgenärer vid ett eventuellt exekutionsförfarande hos denne.

HD har på senare år gett en till viss del spretig bild av vad som avses med ett rådgighetsavskärande och hur hårt hållet kravet på ett sådant avskärande faktiskt är.³ Det är således idag inte helt klart hur man ska bedöma en avtalskonstruktion genom vilken överlåtaren av enkla fordringar även efter transaktionen behåller en viss rådgighet i förhållande till dessa.⁴ Att det i dessa situationer finns en osäkerhet kring när, om alls, ett borgenärsskydd uppkommit innebär ett hämmande av ett effektivt genomförande av sådana transaktioner, vilket har en negativ inverkan på finansmarknaden i stort.

1.2 Syfte och frågeställningar

Det övergripande syftet med denna framställning är att utreda och analysera de sakrättsliga spörsmål som uppstår vid en överlåtelse av enkla fordringar till ett specialbolag i samband med en värdepapperiseringstransaktion. Detta förutsätter dels en redogörelse för grundstrukturen i en värdepapperiseringstransaktion och de hinder en sådan transaktion kan möta enligt svensk rätt och dels en utredning och analys av borgenärsskyddets utformning och omfattning vid en överlåtelse av enkla fordringar.

De frågeställningar som framställningen avser besvara inom ramen för det övergripande syftet är:

- i. Hur genomförs en värdepapperiseringstransaktion och vilka hinder kan en sådan transaktion möta enligt svensk rätt?
- ii. Hur uppnår ett specialbolag, som förvärvar enkla fordringar i samband med en värdepapperiseringstransaktion, borgenärsskydd för sitt förvärv?
- iii. Kan överlåtaren, i samband med en värdepapperiseringstransaktion, behålla en rådgighet över de överlåtna fordringarna utan att förvärvarens borgenärsskydd går förlorat, och i så fall under vilka förutsättningar och med vilken typ av rådgighet?

³ För liknande resonemang se Håstads tillägg i NJA 2008 s. 684, Myrdal, Oklarheter med traditionsprincipen s. 78 och Hallbeck, Denuntiationsprincipen, s. 311.

⁴ Se bland annat NJA 1995 s. 367 I & II, NJA 1998 s. 545, NJA 2000 s. 88, NJA 2007 s. 413 och NJA 2007 s. 652.

1.3 Avgränsningar

Framställningen avgränsas till att behandla endast relevanta delar av sakrätten och exekutionsrätten, närmare bestämt borgenärsskyddet och den separationsrätt som följer för en förvärvare av viss egendom på grund av ett sådant skydd. Traditionsprincipen kommer inte, trots dess vikt i den svenska sakrätten, utredas i vidare mån då den inte gör sig aktuell vid överlåtelse av enkla fordringar.

Överlåtelse av enkla fordringar kan aktualisera frågor av internationellt privaträttslig karaktär om förfogandet innebär ett gränsöverskridande. Frågor av sådan karaktär hamnar dock utanför ramen för denna framställning, som endast avser behandla värdepapperiseringar som innebär att ett svenskt bolag överlåter fordringar till ett annat svenskt bolag för att genomföra en värdepapperisering enligt svensk rätt.

De värdepapperiseringar som genomförs på finansmarknaden världen över varierar vad gäller uppbyggnad och komplexitet. Denna framställning gör inte anspråk på att ge en heltäckande redogörelse för begreppet värdepapperisering och det finns således ytterligare aspekter av värdepapperiseringsprocessen som inte redogörs för i denna framställning. En värdepapperiseringstransaktion kan vidare, beroende på uppbyggnad och struktur, visa på likheter med strukturen bakom en säkerhetsöverlåtelse; en företeelse som civilrättsligt sett kan placeras någonstans mellan köp och pant.⁵ Sådana transaktioner lämnas dock utanför omfattningen för denna framställning. Avgränsningarna motiveras av att endast vissa delar av värdepapperiseringsprocessen är relevanta för att besvara framställningens frågeställningar.

Avslutningsvis ska nämnas att i svensk sakrätt, närmare bestämt 10 § SkbrL, likställs överlåtelse och pantsättning av skuldebrev i det avseendet att samma regler tillämpas i förhållande till båda förfogandeformerna. Denna framställning avser endast behandla överlåtelse, och inte pantsättning, eftersom den senare formen av förfoganden inte aktualiseras i den del av värdepapperiseringsprocessen som är föremål för utredning i denna framställning. Att de regler i SkbrL som reglerar överlåtelser av enkla fordringar tillämpas *mutatis mutandis* även i förhållande till panträttsupplåtelser innebär dock att ledning i fråga om sakrättsligt skydd vid överlåtelse kan hämtas även från rättspraxis som berör sakrättsligt skydd vid panträttsupplåtelser.⁶

⁵ Lindskoug, Säkerhetsöverlåtelse – pant eller omsättningsköp? s. 316, Prop 2000/01:19 s. 26 och de Hevesy och Sahibzada, Nya förutsättningar för värdepapperisering? s. 33.

⁶ Se Adestam och Arvidsson, Lag (1936:81) om skuldebrev 10 §, Lexino 2014-01-04.

1.4 Metod och material

För att uppnå framställningens övergripande syfte - att utreda och analysera de sakrättsliga spörsmål som uppstår vid en överlåtelse av enkla fodringar till ett specialbolag i samband med en värdepapperiseringstransaktion - kommer samtliga traditionella rättskällor att konsulteras enligt vad som brukar benämnas den rättsdogmatiska metoden. Dessa rättskällor är hierarkiskt rangordnade enligt lagstiftning, rättspraxis, lagförarbeten och doktrin.⁷ Eftersom sakrätten är ett område inom vilket rättsutvecklingen till stor del styrs av såväl praxis som doktrin, kommer dessa rättskällor ha särskild tyngd vid framställningens genomförande för de fall lagtexten inte ger någon klar ledning.

Enligt Kleinman är en viktig fråga för den rättsdogmatiska metoden att analysera vilka argument för eller emot lösningen på ett visst problem som är tillåtna vid tillämpningen av en sådan metod och hur dessa argument förhåller sig till de ovannämnda rättskällorna. I detta avseende skiljer han på dels argumentation de lege lata och dels argumentation de lege ferenda. Denna framställning avser främst analysera sakrätten de lege lata (d.v.s. beskriva rättsläget så som det är). En sådan metod kan utmynna i ett konstaterande om att rättskällorna inte erbjuder någon klar ledning i det specifika problem som är föremål för utredning och att gällande rätt därför framstår som otillfredsställande i detta avseende. Vidare argumentation får då ske på, i viss mån, obeprovad grund.⁸

För att kunna analysera strukturen bakom värdepapperisering ur ett sakrättsligt perspektiv krävs att komponenterna i en sådan process redogörs för. Eftersom rättsområdet för värdepapperisering är starkt förankrat i unionsrätten är en redogörelse för EU-rättslig reglering i form av relevanta förordningar och direktiv nödvändig. Värdepapperisering är vidare en finansieringsmetod med rötter i angloamerikansk rätt vilket medför att även utländska sekundärkällor aktualiseras i viss mån. Utöver vissa utländska sekundärkällor och den EU-rättsliga reglering som finns på området för värdepapperisering ligger fokus genomgående på svensk rätt. En jämförelse som visar på olikheter i regleringen för borgenärsskydd mellan vissa rättsordningar används i viss mån, men då endast för att kasta ljus över den svenska sakrätten. Den valda metoden innebär således inte någon utredning av utländsk sakrätt enligt en komparativ metod.

Av intresse för framställningens genomförande blir även de föreskrifter och allmänna råd som utfärdas av FI. FI publicerar även inom ramen för sitt uppdrag särskilda beslutspromemorior och remissvar som blir av intresse för framställningens genomförande i den mån dessa rör värdepapperisering eller därtill angränsande rättsområden.

För att belysa den sakrättsliga problematik som kan uppstå vid genomförandet av en värdepapperiseringstransaktion ska även några på den svenska fi-

⁷ Kleinman, Juridisk metodlära s. 21.

⁸ Kleinman, a.a. s. 28, s. 36 f. och s. 40.

nansmarknaden genomförda värdepapperiseringar redogörs för. Det material som aktualiseras vid en sådan redogörelse är, utöver bolagsrättslig dokumentation såsom årsredovisningar och delårsrapporter för de deltagande bolagen, främst de prospekt som upprättas i samband med obligationsemissionen och som riktar sig till de potentiella obligationsinnehavarna.⁹ Dessa prospekt innehåller offentlig information om transaktionen och godkänns och registreras av FI i ett av dem tillhandahållet prospektregister.¹⁰

1.5 Disposition

I framställningen ges inledningsvis en teoretisk bakgrund till begreppet strukturerad finansiering (kap. 2) samt en redogörelse för de grundläggande komponenterna i en värdepapperiseringstransaktion och några av de hinder en sådan transaktion kan möta enligt svensk rätt (kap. 3).

I kap. 4 redogörs för borgenärsskyddet som sådant och förutsättningarna för att ett specialbolags förvärv i samband med en värdepapperiseringstransaktion ska omfattas av ett sådant skydd, vilket innefattar en redogörelse för kravet på genomförandet av ett sakrättsligt moment för erhållande av sakrättsligt skydd.

I kap. 5 behandlas några av de värdepapperiseringstransaktioner som genomförts på den svenska finansmarknaden. Dessa värdepapperiseringstransaktioner ligger till grund för den mer djupgående analysen i kap. 6, som innefattar en redogörelse för den praxisdrivna utvecklingen vad gäller kravet på rådighetavskärning samt en analys av rådighetsavskärningskravets tillämpning och omfattning i förhållande till överlåtelsen av enkla fordringar i samband med en värdepapperiseringstransaktion.

Avslutningsvis ges i kap. 7 några sammanfattande slutsatser.

⁹ Skyldigheten att i samband med en emission upprätta prospekt framgår av 2 kap. 1 § LHF.

¹⁰ FI:s skyldighet att godkänna och registrera prospekt framgår av 2 kap. 25-26 §§ LHF. Observera att prospekt inte godkänns och registreras av FI om det rör sig om finansiella instrument som ska noteras på en utländsk börs.

2 Strukturerad finansiering

2.1 Inledning

I detta kapitel ges inledningsvis en kort bakgrund till begreppet strukturerad finansiering i syfte att contextualisera värdepapperisering som finansieringsmetod. Vidare redogörs för den EU-rättsliga reglering som utvecklats på området för värdepapperisering, främst i samband med den senaste finanskrisen under vilken den utbredda användningen av strukturerade finansiella produkter hade en stor inverkan.

2.2 Finansiella strukturerade produkter

Värdepapperisering anses generellt sett vara en typ av strukturerad finansiering. Begreppet strukturerad finansiering saknar entydig global definition men kan sägas omfatta en mängd olika tekniker som innebär att en viss finansiell produkt eller process skräddarsys för att uppnå vissa särskilda krav eller syften som inte någon befintlig produkt på kreditmarknaden redan uppfyller. Med en strukturad finansiell produkt avses i regel en finansiell produkt som består av olika typer av underliggande tillgångar och som av olika anledningar sammansatts till ett finansiellt instrument.¹¹ Strukturad finansiering utgör på så sätt ett flexibelt finansiellt verktyg som kan användas i många olika syften.¹²

I samband med den senaste finanskrisen 2008 blev det tydligt att användningen av en viss typ av strukturerade kreditprodukter, s.k. CDOs, innebar en extrem påfrestning för det finansiella systemet. En CDO är kortfattat ett obligationsinstrument som består av flera sammanslagna tillgångar, ofta med olika kreditvärdighet, som underliggande tillgång. Att tillgångsmassan på så sätt är heterogen medför att instrumentet blir svårare för en investerare att analysera. En CDO kan exempelvis bestå av sammanslagna företagsobligationer, kommersiella lån och bolån.¹³ En bidragande faktor till den extrema påfrestning som användningen av CDOs innebar var att externa kreditvärderingsinstitut värderade dessa instrument högre än vad som var motiverat utifrån summan av kre-

¹¹ Verständig, EU-rättslig reglering av kreditvärderingsinstitut s. 2 och s. 9.

¹² Fabozzi och Kothari, Introduction to Securitization s. 4.

¹³ Deku, S. Y. & Kara, A., Securitization s. 49 och s. 51.

ditvärdet hos varje enskild underliggande tillgång.¹⁴ En sådan kreditvärdering innebar att ett instrument, vars underliggande tillgång i många fall saknade reellt värde, trots detta erhöll högsta kreditvärdering.¹⁵ Kreditvärderingsinstitutens höga värderingar i kombination med en mängd andra faktorer, bland annat regelverket kring beviljande av bostadslån för privatpersoner i USA, hade en stor inverkan på finanskrisens omfattning.¹⁶

2.3 Värdepapperisering på den europeiska marknaden

Att användningen av komplexa och riskfyllda värdepapperiseringar utgör ett hot mot det finansiella systemets stabilitet blev som nämnts ovan tydligt i samband med den senaste finanskrisen.¹⁷ Det blev även tydligt att de innovativa finansiella produkter som förekommer på kreditmarknaden idag kräver en strängare reglering.¹⁸

Inom EU inleddes därför, åren efter finanskrisen, ett omfattande arbete med att försöka reglera verksamheten hos dels de finansiella institut som emitterar finansiella instrument och dels hos de kreditvärderingsinstitut som värderar dessa instrument.¹⁹ Detta arbete resulterade i två för denna framställning viktiga regelverk, kapitaltäckningsförordningen och kapitaltäckningsdirektivet, som bland annat ställer krav på kapitaltäckning för finansiella institut.²⁰

Vidare togs hösten 2015 ett samlat grepp vad gäller värdepapperiseringen inom EU som ett led i arbetet med EU-initiativet kapitalmarknadsunionen, som syftar till att fördjupa och ytterligare integrera medlemsstaternas kapitalmark-

¹⁴ Kritik har riktats mot kreditvärderingsinstituten bland annat på grund av den intressekonflikt som uppstår då den som blir värderad även är den som betalar för värderingen, vilket kan leda till att värderingen blir högre än vad den annars skulle ha varit. Se Verständig, EU-rättslig reglering av kreditvärderingsinstitut s. 3.

¹⁵ Berg, Meyersson och Molin, Dramatiska år globalt och i Sverige: den ekonomiska utvecklingen 2006–2017 s. 19.

¹⁶ S.k. *sub-prime lending*, se vidare Deku, S. Y. & Kara, A., Securitization s. 5.

¹⁷ Finansdepartementet promemoria, Fi2019/00754/V s. 17.

¹⁸ Med kreditrisk avses risken att en motpart inte kan fullgöra sina åtaganden och med marknadsrisk avses risken för prispförändringar på aktie-, ränte- och valutamarknaderna, se Prop. 2000/01:19 s. 16 och Edlund, Ekonomiska kommentarer NR 7 2017, 21 december: Basel III och svenska storbankers kapitalkrav, Riksbankens avdelning för finansiell stabilitet samt Deku, S. Y. & Kara, A., Securitization s. 1.

¹⁹ Detta arbete har kommit till uttryck i Basel III-överenskommelsen, som ska vara fullt implementerad den 1 januari 2027, och som syftar till att säkerställa upprätthållandet av finansiell stabilitet i banksystemet trots eventuell finansiell påfrestning, se bland annat Verständig, EU-rättslig reglering av kreditvärderingsinstitut s. 3-4 och s. 11.

²⁰ Finansdepartementet, Faktapromemoria förordning om värdepapperisering, 2015/16:FPM11 s. 2.

nader.²¹ Detta genom att Europeiska kommissionen då lade fram sitt förslag på en förordning som avsåg fastställa gemensamma regler för värdepapperisering inom EU.²² Förordningen (värdepapperiseringsförordningen) antogs i december 2017 och syftar till att återställa marknads förtroende för värdepapperisering genom att öka dess transparens och standardisering.²³ Förordningen ska på så sätt blåsa nytt liv i marknaden för högkvalitativ värdepapperisering samtidigt som ett gott investerarskydd och finansiell stabilitet ska garanteras.²⁴

Förordningen innehåller dels regler som är tillämpliga på alla typer av värdepapperiseringar men introducerar även regler som är specifikt tillämpliga på s.k. STS-värdepapperiseringar.²⁵ En STS-värdepapperisering innebär att den process genom vilken värdepapperiseringen är strukturerad och genomförd uppfyller vissa i förordningen angivna kriterier.²⁶ Införandet av STS-värdepapperiseringar avser bidra till utvecklingen av en marknad för enkel, transparent och standardiserad värdepapperisering inom EU. Målsättningen är att genom regelverket kunna differentiera kapitalkraven för värdepapperiserade tillgångar och på så sätt kunna tillåta lägre kapitaltäckningskrav för de värdepapperiseringar som uppfyller de STS-krav som följer av förordningen.²⁷

²¹ Handlingsplanen för kapitalmarknadsunionen omfattar sammanlagt 13 lagstiftningsförslag som tillsammans utgör de viktigaste byggstenarna i initiativet. Handlingsplanen för kapitalmarknadsunionen ska vara genomförd år 2019. Se <https://www.consilium.europa.eu/sv/policies/capital-markets-union/>, hämtad 2019-04-22.

²² Förslaget utgick främst från det arbete som utförts av Eba, BCBS och IOSCO, se Finansdepartementet promemoria, Fi2019/00754/V s. 18 och Lagrådsremiss - Prövning av ärenden enligt EU:s förordning om värdepapperisering och volatilitetsjustering för försäkringsföretag, 2018-09-06, s. 9-10.

²³ Finansdepartementet, Faktapromemoria förordning om värdepapperisering, 2015/16: FPM11 s. 1.

²⁴ Värdepapperiseringsförordningen skäl 2 och förslaget till värdepapperiseringsförordningen s. 8.

²⁵ Eng. *simple, transparent and standardized*, se kap 4 i värdepapperiseringsförordningen.

²⁶ Se artikel 18 i värdepapperiseringsförordningen.

²⁷ Finansdepartementet, Faktapromemoria förordning om värdepapperisering, 2015/16: FPM11 s. 3 f.

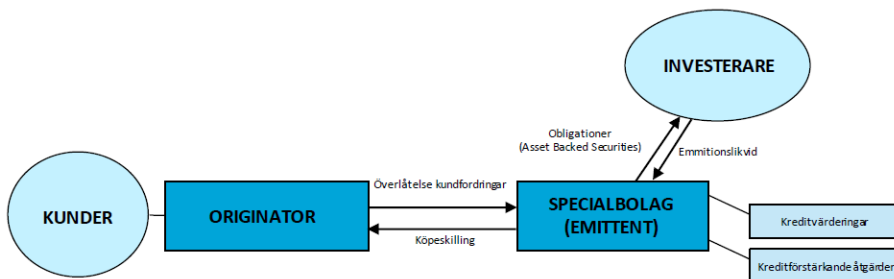
3 Värdepapperiseringens grundläggande drag

3.1 Inledning

Detta kapitel avser ge en bakgrund till begreppet värdepapperisering vilket innefattar en redogörelse för transaktionens parter, den underliggande exponeringen och skälen bakom genomförandet av en värdepapperiseringstransaktion.

I värdepapperiseringsförordningen artikel 2.1 definieras en värdepapperisering initialt som ”en transaktion eller ett program varigenom den kreditrisk som är förenad med en exponering eller en grupp av exponeringar delas upp i trancher”. Ett grundläggande drag hos samtliga värdepapperiseringar är således att det i regel rör sig om en struktur genom vilken kreditrisken avseende en viss tillgångsmassa (grupp av exponeringar) sprids mellan olika aktörer på olika nivåer. Utgångspunkten för denna framställning är den värdepapperiseringsstruktur som innebär att ett bolag (originatorn) överlåter en homogen grupp exponeringar (exempelvis kundfordringar) till ett specialbolag som emitterar värdepapper (i regel obligationer) med exponeringarna som underliggande tillgång och som säljs till en tredje part (investerare).²⁸ En sådan tredje part kan, för att hantera sin kreditrisk, kräva kreditförstärkande åtgärder i form av exempelvis bankgarantier. Det är inte heller ovanligt att obligationerna i detta syfte värderas av ett kreditvärderingsinstitut.²⁹ Den ovan beskrivna värdepapperiseringstransaktionen kan illustreras med nedan *figur 1*:

Figur 1



²⁸ Fabozzi och Kothari, Introduction to Securitization s. 4 och s. 8 samt Månsson & Andersson (red.), Värdepapperisering – Securitisation s. 29.

²⁹ Eng. *Letter of Credit*, se Månsson & Andersson (red.), a.a. s. 71 och s. 197 samt Prop. 2000/01:19 s. 10 f.

3.2 Transaktionens parter

3.2.1 Originatorn

Begreppet originator definieras i kapitaltäckningsförordningen artikel 4.1 (13) som ”en enhet som a) själv eller via anknutna enheter, direkt eller indirekt, var part i det ursprungliga avtal som gav upphov till de förpliktelser eller potentiella förpliktelser för gäldenären, eller den potentiella gäldenären, som ligger till grund för den exponering som värdepapperiseras, eller b) förvärvar tredje parts exponeringar för sin egen räkning och därefter värdepapperiserar dem”. Det behöver således inte vara originatorn själv som genererar de fordringar som blir föremål för överlåtelse och det behöver nödvändigtvis inte heller vara denne som faktiskt överlåter fordringarna, trots att i regel så är fallet.³⁰ Det är vidare i regel även originatorn som tar initiativ till värdepapperiseringen samt upprättar, själv eller genom någon annan, det specialbolag som förvärvar kreditportföljen som ska värdepapperiseras. Originatorn kan utgöras av en bank eller annat finansiellt institut men kan likväl vara ett icke-finansiellt institut.³¹

I skälen till kapitaltäckningsförordningen framgår att det är av betydelse att intressena hos samtliga parter som deltar i värdepapperiseringen sammanfaller. För att uppnå detta ska originatorn behålla ett betydande intresse i värdepapperiseringens underliggande exponeringar. Detta motverkar att värdepapperiserade produkter skapas enbart i syfte att säljas vidare till investerare, s.k. *originate-to-distribute*.³² Originatorn behåller ett sådant betydande intresse genom att bibehålla en väsentlig ekonomisk nettoexponering mot de i tillgångarna underliggande riskerna.³³

Skälen för en originator att genomföra en värdepapperisering varierar från fall till fall. Värdepapperiseringsstrukturen såsom den beskrivs ovan i *figur 1* innebär först och främst en metod genom vilken en illikvid grupp av tillgångar, exempelvis kundfordringar, omvandlas till likvida värdepapper som kan omsättas på värdepappersmarknaden.³⁴ En sådan metod framstår inte sällan som attraktiv för bolag med en stor mängd illikvida tillgångar. Genom att värdepapperisera en viss kreditstock blir bolaget inte bara av med tillgången från sin balansräkning (vilket frigör kapital) utan även de vidhängande risker som eventuellt följer med kreditstocken. Dessa vidhängande risker kan avse exempelvis kreditrisker, ränterisker och valutarisker.³⁵

³⁰ Se även Deku, S. Y. & Kara, A., Securitization s. 11.

³¹ Prop. 2000/01:19 s. 10.

³² Jfr. *originate-to-hold*, Deku, S. Y. & Kara, A., Securitization s. 9 och Finansdepartementet, Faktapromemoria förordning om värdepapperisering, 2015/16:FPM11 s. 2.

³³ Värdepapperiseringsförordningen skäl 9.

³⁴ Deacon, Global Securitisation and CDOs s. 4.

³⁵ Månsson & Andersson (red.), Värdepapperisering – Securitisation s. 19.

För kreditinstitut finns även ytterligare incitament att genomföra värdepapperiseringar i rollen som originator, främst på grund av det kapitaltäckningskrav sådana bolag omfattas av. Dessa skäl redogörs för vidare i kap. 3.4.1.

3.2.2 Specialbolaget

Förvärvaren av kreditportföljen, d.v.s. specialbolaget, är ett bolag som upprättas endast i syfte att äga kreditportföljen och har av denna anledning i regel minimalt med eget kapital.³⁶ Förvärvet finansieras istället genom att specialbolaget, med kreditportföljen som grund, emitterar obligationer eller andra värdepapper för omsättning på värdepappersmarknaden.³⁷ Försäljningslikviden från värdepappersförsäljningen finansierar specialbolagets förvärv och innehav av kreditportföljen. De värdepapperiserade lånen eller tillgångarna delas i regel in i olika kategorier, s.k. trancher, baserat på risk i förhållande till avkastning.³⁸ Specialbolaget förmedlar sedan den avkastning som den underliggande tillgångsmassan genererar till investerarna.

Anledningen till att en originator väljer att använda ett särskilt upprättat specialbolag vid värdepapperiseringar är att originatorn på så sätt kan skilja tillgångarna från sin egen balansräkning och därmed också från sin egen verksamhet. För att uppnå målet om en sådan extern finansiering utanför balansräkningen är det inte ovanligt att aktierna i specialbolaget ägs av en stiftelse eller en trust. En trust är en företeelse som härrör ur angloamerikansk rätt och avser det förhållande som uppstår när en fysisk eller juridisk person i sin roll som förvaltare (eng. *trustee*) håller egendom till förmån för en förmånstagare (eng. *beneficiary*).³⁹ Stiftelsen eller trusten ska säkerställa att försäljningen av tillgångarna sker till någon som inte är närstående till originatorn. Detta för att överlåtelsen ska ses som en verklig överlåtelse och därmed inte kunna dras in i originatorns eventuella konkurs.⁴⁰ Specialbolaget kan dock även upprättas inom bolagsgruppen, exempelvis som ett dotterbolag till originatorn. I sådana fall kommer tillgångarna fortfarande att finnas kvar på koncernbalansräkningen.⁴¹

Enligt 2 kap. 1 § LBF är bank- och finansieringsrörelse som bedrivs i Sverige tillståndspliktig. Specialbolag som upprättas i samband med värdepapperisering

³⁶ Förkortas ofta SPV eller SSPE.

³⁷ Månsson & Andersson (red.), Värdepapperisering – Securitisation s. 15 och s. 25 och Prop. 2000/01:19 s. 9 f.

³⁸ Tranch definieras i artikel 2.6 i värdepapperiseringsförordningen som: ”ett genom avtal fastställt segment av den kreditrisk som är förenad med en exponering eller en grupp av exponeringar, där en position i segmentet medför större eller mindre risk för kreditförlust än en position på samma belopp i ett annat segment, utan beaktande av kreditriskskydd som tredje parter ger direkt till innehavarna av positioner i segmentet eller i andra segment.”

³⁹ Det finns ingen motsvarighet till trust i svensk rätt, se vidare om begreppet trust i Keeton, *The Law Of Trusts* s. 3.

⁴⁰ Se vidare om denna s.k. *true sale*-problematik i kap. 5.3.

⁴¹ Månsson & Andersson (red.), Värdepapperisering – Securitisation s. 15-16.

undantas dock från sådan tillståndsplikt genom 2 kap. 3 § 5 p. LBF av vilken framgår att ett aktiebolag eller en ekonomisk förening inte behöver tillstånd för finansieringsrörelse om verksamheten består i att vid enstaka tillfällen förvärva fordringar. Undantaget har sin grund i att regeringen bedömt att det grundläggande skyddsbehov som finns på det finansiella området inte hindrar att ett bolag genomför endast enstaka förvärv av fordringar. Begreppet ”enstaka tillfällen” ska enligt förarbeten tolkas så att ett specialbolag kan genomföra förvärv av fordringar vid minst tre skilda tillfällen under dess verksamhetstid innan dess att verksamhet blir tillståndspliktig. Vid bedömningen av vad som avses med enstaka tillfällen ska varje förvärvstillfälle ses som en transaktion.⁴² Detta föranleder att specialbolag som avser förvärva fordringar regelbundet vid olika tillfällen kommer att ägna sig åt tillståndspliktig verksamhet som lyder under samma reglering som övriga kreditinstitut, vilket bland annat innefattar kravet på kapitaltäckning. Originatorn kan då inte, för det fall denne utgörs av ett kreditinstitut, uppnå de fördelar som följer med en överlåtelse till ett bolag som inte omfattas av kravet på kapitaltäckning. För att komma till rätta med denna problematik kan originatorn, om denne avser genomföra fler än tre överlåtelser till specialbolaget, välja att lägga specialbolaget i en jurisdiktion utanför Sverige för att på så sätt undvika att träffas av dessa regler.⁴³

3.2.3 Investerarare och potentiella investerare

Investerarare definieras i artikel 2.1 i värdepapperiseringsförordningen som ”en fysisk eller juridisk person som innehar en värdepapperiseringsposition”.

En sådan fysisk eller juridisk person, som således har en exponering mot en värdepapperisering, ställs inför en mängd risker. Dessa risker relaterar främst till kreditrisker, legala risker, motpartsrisker, likviditetsrisker och managementrisker.⁴⁴ Kreditrisken i samband med värdepapperisering är främst kopplad till den underliggande exponeringen, d.v.s. risken att fordringsgäldenären till en värdepapperiserad fordran inte kan fullgöra sina åtaganden gentemot fordringsägaren (specialbolaget).⁴⁵ Investeraren måste därför på förhand försöka bedöma och utvärdera kvaliteten på de tillgångar som värdepapperiserats för att på så sätt minska riskerna för en kreditförlust.⁴⁶

Den underliggande exponeringens beskaffenhet kan även medföra vissa risker för investeraren. Om en underliggande exponering i kreditportföljen utgörs av exempelvis ett konsumentlån kan specialbolagets (fordringsägarens) rätt att

⁴² Prop. 2000/01:19 s. 41 och Prop. 2002/03:139 s. 243.

⁴³ En sådan ordning var inte ovanlig innan det att undantaget för specialbolag infördes i LBF, se vidare Prop. 2000/01:19 s. 16 f.

⁴⁴ Värdepapperiseringsförordningen skäl 9 och Månsson & Andersson (red.), Värdepapperisering – Securitisation s. 15.

⁴⁵ Prop. 2000/01:19 s. 16 och Månsson & Andersson (red.), a.a. s. 59.

⁴⁶ Månsson & Andersson (red.), a.a. s. 89.

utöva vissa rättigheter i förhållande till fordringen begränsas av att sådana lån lyder under KKL, vilket i slutändan kan innebära att obligationsinnehavaren lider en förlust.

En investerare kan i viss mån hantera de risker som följer av en värdepapperiseringstransaktion genom att, innan en investering i en värdepapperiseringsposition, genomföra en s.k. *due diligence*-granskning. En *due diligence* kan variera i omfattning och innehåll men kan exempelvis omfatta legal, finansiell och kommersiell granskning av en verksamhet.⁴⁷ Värdepapperiseringsförordningen ställer krav på att institutionella investerare (def. artikel 2.12) ska genomföra en sådan granskning i samband med en investering i syfte att på förhand bedöma de risker som följer av sammanhanget. Granskningen ska omfatta bland annat riskegenskaperna hos den enskilda värdepapperiseringspositionen och de underliggande exponeringarna samt en bedömning vad avser alla strukturella drag hos värdepapperiseringen som kan ha en väsentlig inverkan på värdepapperiseringspositionens resultat (se artikel 5.3 a och b). *Due diligence*-granskningen ger vidare investerare en chans att kontrollera huruvida den aktuella värdepapperiseringen uppfyller de STS-kriterier som följer av förordningen.⁴⁸

Förordningens syfte är, som tidigare nämnt, att etablera ett system för genomförandet av högkvalitativa värdepapperiseringar, genom vilket ett effektivt investerarskydd garanteras. För att en investerare ska kunna genomföra en *due diligence*, och på så sätt bedöma risken i förhållande till avkastning, krävs viss transparens i värdepapperiseringsstrukturen. Det är främst den underliggande exponeringen och det kassaflöde som denna genererar som avgör vilken typ av information som en investerare behöver få tillgång till för att bedöma eventuella risker.⁴⁹

I samband med en värdepapperiseringstransaktion kan det uppstå viss informationsasymmetri mellan originatorn och investeraren avseende kunskapen om de tillgångar som överförs från originatorn till specialbolaget för värdepapperisering. Värdepapperiseringsförordningen avser motverka att sådan informationsasymmetri uppstår. Av artikel 7 följer att originatorer och specialbolag måste göra vissa uppgifter tillgängliga för innehavaren av en värdepapperiseringsposition. Sådan information innefattar emissionsdokumentet, prospekt och all övrig dokumentation som är nödvändig för innehavaren för att förstå transaktionen. Förordningen medför dock inte något hinder vad gäller originatorns rätt att välja ut de tillgångar som ska överlåtas till specialbolaget och investeraren får i många fall därför förlita sig på jämförbara tillgångar i originatorns balansräkning. Det finns inte heller något hinder för originatorn att överlåta tillgångar som har en högre kreditriskprofil än den genomsnittliga kreditriskprofilen för jämförbara tillgångar som står kvar i originatorns balansräkning. Investerarna måste dock i sådana fall ha informerats om att de tillgångar som överlåts

⁴⁷ Se Finansdepartementet promemoria, Fi2019/00754/V s. 17.

⁴⁸ Värdepapperiseringsförordningen skäl 9.

⁴⁹ Värdepapperiseringsförordningen skäl 12 och 13.

till specialbolaget för värdepapperisering har en högre kreditriskprofil än den som framgår av balansräkningen.⁵⁰

3.3 Den underliggande exponeringen

Utgångspunkten för denna framställning är värdepapperisering av en kreditportfölj bestående av enkla fordringar. I det följande ska därför närmare belysas hur enkla fordringar kategoriseras enligt svensk rätt, huruvida sådan egendom är lämplig att använda som underliggande exponering i en värdepapperiseringstransaktion och den reglering som måste beaktas av transaktionens parter vid en överlåtelse av sådan egendom.

3.3.1 Enkla fordringar som egendomsslag

Egendom kan först och främst delas in i två huvudgrupper; fast respektive lös egendom. Av 1 kap. 1 § JB framgår att fast egendom är jord och att denna är indelad i fastigheter. Av 2 kap. 1-3 § § JB framgår vidare att även allmänna fastighetstillbehör, byggnadstillbehör och industritillbehör under vissa omständigheter utgör fast egendom. Den egendom som faller utanför tillämpningen av ovan nämnda lagrum utgör lös egendom. Denna negativa bestämning av begreppet lös egendom innebär således att all egendom som inte är fast egendom är lös egendom.⁵¹

Enkla skuldebrev utgör lös egendom och definieras i 3 kap. 26 § SkbrL som ett skuldebrev som är ställt till viss namngiven person. Övriga enkla fordringar kan sägas utgöra papperslösa fordringar i den meningen att inget skuldebrev, såsom bärare av fordringsrätten, har utfärdats.⁵² Innehavet av en enkel fordringshandling utgör således endast ett bevismedel och är inte en förutsättning för en borgenärs rätt att uppbara betalning.⁵³ Begreppet enkla fordringar saknar utöver detta entydig definition i svensk rätt och diverse förpliktelser och skuldförbindelser kan därför falla in under begreppet.⁵⁴ De enkla fordringar som inte uppfyller rekvisiten för ett enkelt skuldebrev enligt SkbrL omfattas dock i regel

⁵⁰ Värdepapperiseringsförordningen skäl 11.

⁵¹ Millqvist, Sakrättens grunder s. 34-38.

⁵² Helander, Kreditsäkerhet i lös egendom s. 399 och Björk, Om factoring s. 353.

⁵³ Håstad, Sakrätt avseende lös egendom s. 255.

⁵⁴ Rodhe ställer sig tveksam till användningen av termen ”enkel fordran” eftersom termen används i växlande betydelse. Rodhe använder i sin framställning istället begreppet ”öppna fordringar” och avser då penningfordringar för vilka inget skuldebrev utfärdats. Lindskog däremot använder i sin framställning begreppet ”enkel fordring” vilken han definierar som ”ren” i det avseendet att fordringen saknar särskild representation. I denna uppsats används begreppet enkel fordring/enkla fordringar och syftar då till sådana fordringar som inte kommit till uttryck i något skuldebrev. Se Rodhe, Handbok i sakrätt s. 11 och Lindskog, Betalning s. 36.

ändå av lagens tillämpningsområde. Detta eftersom dessa regler har getts en vidsträckt analogisk tillämpning på diverse i samhället förekommande avtal och skuldförbindelser.⁵⁵ Enkla fordringar kan på ett övergripande plan delas in i två huvudgrupper; fordringar som inte utpekats i något dokument och fordringar som utpekats i ett dokument men som inte är ett löpande papper.⁵⁶ En enkel fordring kan således utgöras av en vanlig fordran på betalning på grund av exempelvis sålda varor, med eller utan faktura.⁵⁷

3.3.2 Enkla fordringar som underliggande exponering vid värdepapperisering

Enkla fordringar lämpar sig väl att värdepapperisera eftersom de i regel utgör tillgångar med relativt förutsägbara betalningsflöden. Detta eftersom det med utgångspunkt i historisk data avseende fordringarna går att med stor precision bedöma de kassaflöden som en viss kreditstock med fordringar förväntas generera.⁵⁸ Eftersom att det förväntade kassaflödet kan förutspås kan det också prissättas. Kreditportföljen kan därefter delas upp i trancher utefter risk i förhållande till avkastning och säljas till investerare. Det är fördelaktigt om kreditportföljen vid en sådan bedömning endast består av homogena tillgångar eftersom betalflödet då blir enklare att förutspå.⁵⁹

Den kreditportfölj som blir föremål för värdepapperisering kan bestå av allt från bostadslån till andra, mer kortvariga fordringar i form av kundfordringar, kortkrediter, konsumentlån, leasingfordringar och avbetalningsfordringar.⁶⁰ En STS-värdepapperiseringsstruktur ställer krav på sunda instrument. Dessa instrument identifieras genom tillämpningen av tydliga godtagbarhetskriterier, bland annat kriteriet att en STS-värdepapperisering endast kan omfatta en homogen grupp tillgångar.⁶¹ Mortgage Backed Securities (MBS) kallas den kategori av värdepapperisering där den underliggande tillgången som värdepapperiseras utgörs av bostadslån. Då värdepapperiseringen istället baseras på andra typer av tillgångar rör det sig om Asset Backed Securities (ABS).⁶²

⁵⁵ Hessler, Allmän sakrätt s. 253.

⁵⁶ Adestam och Arvidsson, Lag (1936:81) om skuldebrev Inledning, Lexino 2017-08-31.

⁵⁷ Millqvist, Sakrättens grunder s. 167.

⁵⁸ Månsson & Andersson (red.), Värdepapperisering – Securitisation s. 29.

⁵⁹ Prop. 2000/01:19 s. 9 och s. 38.

⁶⁰ Deacon kategoriserar de underliggande tillgångar som kan värdepapperiseras i följande kategorier: ABS's, CDOs, CMBS och RMBS, se Deacon, Global Securitisation and CDOs s. 1.

⁶¹ Se artikel 20.8 i värdepapperiseringsförordningen.

⁶² Prop. 2000/01:19 s. 9.

3.3.3 Överlåtelse av enkla fordringar

De regler inom civilrätten som tillämpas på fordringsöverlåtelser i allmänhet tillämpas även i förhållande till fordringar som överlåtit till ett specialbolag i samband med en värdepapperiseringsprocess.⁶³ Försäljningen av en kreditportfölj, bestående av enkla fordringar, till ett specialbolag innebär således att specialbolaget övertar fordringsrätten avseende dessa.⁶⁴ En sådan överlåtelse är möjlig enligt svensk rätt på grund av den inom civilrätten gällande grundsatsen om fordringars fria överlåtbarhet.⁶⁵ Den fria överlåtbarheten omfattar fordringar i största allmänhet och undantag från denna grundsats tillåts endast om det föreligger särskilda omständigheter.⁶⁶ Den fria överlåtbarheten är särskilt starkt vid överlåtelse av penningfordringar vilket innebär att det är svårt för en gäldenär att motsätta sig ett borgenärsbyte.⁶⁷ Förhållandet mellan en fordringsgäldenär och förvärvaren av fordringen regleras främst i SkbrL men även i vissa fall i KKL om fordringsförhållandet gäller mellan konsument och näringsidkare. Av 9 § SkbrL framgår att vid en fordringsöverlåtelse är överlåtaren ansvarig för fordringens giltighet men inte gäldenärens betalningsförmåga.⁶⁸

Överlåtelse av fordringar, s.k. cession, regleras vidare i 27 § SkbrL. En grundläggande förutsättning för cession är enligt denna regel att en ny borgenär, förvärvaren av fordran, inte genom överlåtelser får en bättre rätt i förhållande till gäldenären än vad ursprungsborgenären hade. Gäldenärens ställning får således inte försämrats på grund av cessionen, vilket har sin grund i att ett borgenärsbyte, till skillnad från ett gäldenärsbyte (substitution), kan göras utan inhämtande av samtycke.⁶⁹ I NJA 2017 s. 343 var det bland annat fråga om en fordran avseende kränkingsersättning kunde överlåtas innan det att ersättningen fastställdes. HD fastslog i domen att det är en civilrättslig huvudprincip att penningfordringar, oavsett om dessa vid tidpunkten för överlåtelser är fastställda eller inte, fritt kan överlåtas.

Strukturen vad gäller överlåtelser av tillgångar i samband med en värdepapperisering kan variera både vad gäller uppbyggnad och komplexitet. En grupp av exponeringar kan i samband med en värdepapperiseringstransaktion överlåtas i en och samma transaktion eller vid olika tillfällen i enlighet med en revolverande struktur.⁷⁰ En revolverande värdepapperisering definieras i artikel 2.16 i värdepapperiseringsförordningen som en värdepapperisering där själva värdepapperiseringsstrukturen varierar genom att exponeringar läggs till eller avlägs-

⁶³ Prop. 2000/01:19 s. 25.

⁶⁴ Prop. 2002/03:139 s. 241.

⁶⁵ Lindskog, *Betalning* s. 163 och s. 266.

⁶⁶ Begränsningar i den fria överlåtbarheten kan göras i fråga om socialt skyddsvärda fordringar, se Lindskog, *Betalning* s. 266.

⁶⁷ Ingvarsson, *Fordringsrätt* s. 39.

⁶⁸ Lindskog, *Betalning* s. 182.

⁶⁹ Lindskog, a.a. s. 363 och Håstad, *Sakrätt avseende lös egendom* s. 255.

⁷⁰ Prop. 2000/01:19 s. 12.

nas från gruppen av exponeringar som överlåtits till ett specialbolag. Exponeringarna kan i en sådan struktur vara antingen revolverande exponeringar (vilket innebär att låntagares eller gäldenärs utestående skulder tillåts variera på grundval av deras beslut att låna och betala tillbaka på den underliggande exponeringen, upp till en överenskommen gräns) eller icke-revolverande exponeringar.⁷¹ En revolverande värdepapperisering innebär att den underliggande kreditstocken är dynamisk och därför svårare att värdera vad gäller kvalitet, till skillnad från en icke-revolverande struktur där den underliggande tillgångsmassan är statisk och därför betydligt enklare att värdera. En revolverande värdepapperisering pågår dock endast under en viss period (eng. *revolving period/lockout period*).⁷²

En värdepapperisering som genomförs med ett svenskt specialbolag måste beakta att specialbolagets förvärv av fordringar endast får ske vid enstaka tillfällen för att bolaget inte ska komma att ses som en tillståndspliktig finansieringsverksamhet och därmed omfattas av bland annat det kapitalkrav som gäller för kreditinstitut. Som tidigare nämnt begränsar denna reglering specialbolagets verksamhet till tre förvärv under specialbolagets verksamhetstid.⁷³ En värdepapperisering med ett svenskt specialbolag kan således få svårt att genomföra en värdepapperisering med en revolverande struktur beroende på hur den revolverande strukturen bedöms utifrån denna reglering. I kap. 5 behandlas denna fråga ytterligare genom en granskning av värdepapperiseringar som innefattat en revolverande struktur och som genomförts på den svenska finansmarknaden.

3.4 Varför värdepapperisering?

En värdepapperiseringstransaktion kan genomföras av olika anledningar och i olika syften. Värdepapperiseringsstrukturen varierar även beroende på dels vilket bolag som ska genomföra värdepapperiseringen i fråga och dels på exponeringens beskaffenhet.⁷⁴ I det följande ska redogöras för några av de skäl som kan ligga bakom en värdepapperisering, både för parterna i den enskilda transaktionen och för finansmarknaden i stort.

⁷¹ Se artikel 2.15 i värdepapperiseringsförordningen.

⁷² Fabozzi och Kothari, *Introduction to Securitization* s. 70 och Deku, S. Y. & Kara, A., *Securitization* s. 13.

⁷³ Prop. 2000/01:19 s. 41 och Prop. 2002/03:139 s. 243.

⁷⁴ Deacon, *Global Securitisation and CDOs* s. 4-6.

3.4.1 Minskat kapitalkrav för kreditinstitut

Gemensamt för alla svenska kreditinstitut som avser genomföra en värdepapperisering, i rollen som originator, är att de omfattas av ett lagstadgat kapitalkrav. Regelverket kring kapitalkravet består av flera beståndsdelar på både nationell och EU-rättslig nivå. Två av de viktigaste EU-rättsliga regleringarna är i detta avseende kapitaltäckningsförordningen och kapitaltäckningsdirektivet. Kapitaltäckningsförordningen ställer krav på att det bolag som omfattas av kapitalkravet ska reservera tillräckligt med kapital för att kunna täcka oväntade förluster, och på så sätt säkerställa sin egen solvens. Regelverket delar in kapital i olika klasser beroende på kvalitet och risk. Den mängd och typ av kapital som ett bolag måste reservera (i kapitaltäckningsförordningen benämnt kapitalbaskravet) beror på bolagets riskvägda tillgångar.⁷⁵ Risken i tillgången är således avgörande för i vilken grad den behöver kapitaltäckas.⁷⁶ Säkrare tillgångar ges en lägre kapitalallokering medan tillgångar med högre risk får en högre riskvikt.⁷⁷ Detta medför att ju osäkrare tillgångar ett bolag har desto större måste kapitalreserven vara.

Det är vanligt förekommande att banker och andra kreditinstitut arbetar aktivt med sin balansräkningsstruktur för att minska sin kreditrisk och därmed minska det kapitalkrav som följer av ovan reglering. Incitamentet att minska kapitalkravet följer av den ökade lönsamheten en sådan minskning kan medföra om banker lyckas minska sin kreditrisk och därmed sitt kapitalkrav, utan att i samma utsträckning minska nettointäkterna. Värdepapperisering av tillgångar är även ett effektivt sätt för bolag att uppnå ett minskat kapitalkrav men samtidigt behålla en betydande del av den ekonomiska lönsamheten i verksamheten utan att kundrelationen påverkas nämnvärt.⁷⁸

För att ett bolag genom en värdepapperiseringsprocess ska uppnå ett minskat kapitalkrav krävs att en betydande del av kreditrisken har överförs till en tredje part. Det är FI som bedömer huruvida en genomförd värdepapperisering leder till en betydande risköverföring som kan medföra ett reducerat kapitalkrav. Om FI bedömer att sådan betydande risköverföring ägt rum reduceras kapitalkravet genom att det sker en minskning i de riskvägda exponeringsbeloppen. En originator har dock, enligt EU-rättslig reglering, ett krav på att vid en värdepapperisering bibehålla viss risk. Detta krav innebär att kapitalkravet

⁷⁵ FI har rätt att besluta om att ett kreditinstitut ska uppfylla ett särskilt kapitalbaskrav utöver det kapitalbaskrav som följer av kapitaltäckningsförordningen, se 2 kap. 1 § Lag (2014:968) om särskild tillsyn över kreditinstitut och värdepappersbolag och Remisspromemoria, FI:s kapitalbedömningsmetod vid värdepapperisering inom pelare 2.

⁷⁶ Prop. 2000/01:19 s. 16

⁷⁷ Se Promemoria, Kapitalkrav för svenska banker och Europeiska rådet, Kapitalkrav för banksektorn, <https://www.consilium.europa.eu/sv/policies/banking-union/single-rulebook/capital-requirements/> hämtad 2019-05-19.

⁷⁸ Remisspromemoria, FI:s kapitalbedömningsmetod vid värdepapperisering inom pelare 2 s. 1 och s. 6.

fortsatt kommer omfatta den andel av den värdepapperiserade tillgången för vilken originatorn har en fortsatt kreditrisk.⁷⁹

3.4.2 Frigörande av kapital för originatorn

Som ovan konstaterat innebär en genomförd värdepapperisering i regel en omstrukturering i originatorns balansräkning som medför frigörande av kapital för den ursprungliga fordringsägaren. Värdepapperisering används med anledning av detta inte endast i syfte att minska kreditrisken och därmed kapitalkravet för kreditinstitut utan även som källa för finansiering. En avyttring av originatorns fordringar i samband med värdepapperisering leder till att tillgångsposten för fordringar i balansräkningen minskar samtidigt som tillgångsposten för kassa (eller liknande) ökar i motsvarande mån.⁸⁰ Då värdepapperisering används i finansieringssyfte måste strukturen vara uppbyggd på så sätt att tillgångarna lämnar originatorns balansräkning, till skillnad från då den sker i syfte att minska kapitalkravet, då fordringarna kan ligga kvar på originatorns balansräkning men kreditrisken avseende dessa överförs till en tredje part (s.k. syntetisk värdepapperisering).⁸¹

Värdepapperisering har i detta avseende ett nära samband med finansieringsformen factoring.⁸² I förarbetet till LBF uttrycker kommittén att gränsen mellan factoring och värdepapperisering av kundfordringar är i det närmaste hårfin.⁸³ Factoring är en finansieringsmetod som kan genomföras genom antingen fakturaköp eller fakturabelåning och innebär att lån beviljas mot säkerhet i ett bolags fordringar. Fakturaköp innebär att ett bolag överlåter fordringar till en finansiär som senare inkasserar dessa medan fakturabelåning innebär att ett bolag beviljas en kredit med säkerhet i fordringarna. Vid fakturaköp, till skillnad från fakturabelåning, övertar factorn i regel risken för att kunderna blir insolventa.⁸⁴ Kreditriskens fördelning vid factoring beror således på arrangemanget. Fördelen med factoring är dels att man beviljas en kredit med fakturor som enda säkerhet och dels att företaget befrias från sin reskontraverksamhet till viss del. Vid fakturaköp tillkommer även fördelen att företaget får täckning för sin kreditrisk och det kapital som är bundet i framtida fordringar kan till stor del frigöras direkt för omsättning i rörelsen.⁸⁵

⁷⁹ Remisspromemoria, FI:s kapitalbedömningsmetod vid värdepapperisering inom pelare 2 s. 10 och s. 18.

⁸⁰ Prop. 2000/01:19 s. 11.

⁸¹ Remisspromemoria, FI:s kapitalbedömningsmetod vid värdepapperisering inom pelare 2 s. 10.

⁸² Fabozzi och Kothari, Introduction to Securitization s. 7.

⁸³ Kommittén bedömer dock att skyddsbehovet är mindre vid värdepapperisering eftersom specialbolagets skuld- och tillgångssida då är löptidsmatchade, se Prop. 2002/03:139 s. 242.

⁸⁴ Håstad, Sakrätt avseende lös egendom s. 263.

⁸⁵ Adlercreutz och Pfannenstill, Finansieringsformers rättsliga reglering, s. 189 f. och s. 192 och Fabozzi och Kothari, Introduction to Securitization s. 7.

Factoring och värdepapperisering utgör attraktiva finansieringsformer för bolag som ger omfattande krediter och därmed innehar en stock av kundfordringar som i framtiden kommer inbringa kapital. Finansieringsformerna innebär att dessa bolag kan frigöra medel för användning omgående men samtidigt, av affärsmässiga eller legala skäl, bibehålla en god kontakt med de kunder som ger upphov till fordringarna. Till skillnad från factoring så innebär dock värdepapperisering i regel att en avskild mängd fordringar överläts vid enstaka tillfällen och att värdet i denna portfölj sedan utgör säkerhetsunderlag vid utgivande av obligationer.⁸⁶ LBF hindrar även, som tidigare nämnt, att fordringar överläts fler än tre gånger till ett specialbolag.

3.4.3 Diversifiering av finansieringskällor

Avslutningsvis kan nämnas att värdepapperisering gynnar finansmarknaden i stort på olika sätt, bland annat genom att medföra en övergripande stabilitet och bättre återhämtningsförmåga hos det finansiella systemet.⁸⁷ Enligt FI är det en fördel att kreditefterfrågan kan tillgodoses genom en bredare bas av kapital- och finansieringskällor, eftersom detta minskar företagens ensidiga beroende av extern finansiering från banker. En diversifiering av finansieringskällorna innebär vidare även effektivitetsfördelar i form av lägre systemrisk på grund av ett stabilare och mer uthålligt kreditutbud.⁸⁸

⁸⁶ Millqvist, Sakrättens grunder s. 167 f.

⁸⁷ Se <https://www.consilium.europa.eu/sv/policies/capital-markets-union/securitisation/> hämtad 2019-05-13 från Europeiska rådets hemsida.

⁸⁸ Finansdepartementet, Faktapromemoria förordning om värdepapperisering, 2015/16:FPM11 s. 1, Remisspromemoria, FI:s kapitalbedömningsmetod vid värdepapperisering inom pelare 2 s. 1 och Månsson & Andersson (red.), Värdepapperisering – Securitisation s. 5 f.

4 Borgenärsskydd för specialbolagets förvärv

4.1 Inledning

Detta kapitel avser ge läsaren den sakrättsliga kontext som erfordras för att på bästa sätt kunna tillgodogöra sig den sakrättsliga problematik som aktualiseras vid en överlåtelse av enkla fordringar till ett specialbolag i samband med en värdepapperiseringstransaktion.

Inledningsvis ges en bakgrund avseende borgenärsskyddsreglerna och förutsättningarna för att ett specialbolags förvärv i samband med en värdepapperiseringstransaktion ska omfattas av ett sådant skydd. Vidare redogörs för dels det sakrättsliga momentet som måste iakttas och genomföras av transaktionens parter och dels syftet bakom kravet på genomförandet av ett sådant moment.

Avslutningsvis redogörs för de legitimationsregler som gör sig gällande vid en överlåtelse av den fordringsrätt som följer med en viss fordring.

4.2 Sakrättslig bakgrund

Sakrätten reglerar, till skillnad från obligationsrätten, inte endast avtalsförhållandet mellan två kontraktsparter, utan även de rättigheter och förpliktelser som faller på en utomstående tredje man.⁸⁹ För att på ett pedagogiskt sätt gestalta den trepartskonstellation som utgör grunden för samtliga sakrättsliga konflikter kan en uppställning göras enligt Hesslers A-B-C-schema.⁹⁰ Utgångspunkten för denna A-B-C-modell är att det allt som oftast, men inte nödvändigtvis, föreligger ett kontraktsförhållande mellan A och B. A och C är däremot två från varandra helt oberoende subjekt som framför konkurrerande anspråk avseende viss egendom som B förfogat över.⁹¹

B:s insolvens är i regel den utlösande faktorn för den sakrättsliga konflikt som uppstår i samband med en tillämpning av borgenärsskyddsreglerna.⁹² De konfliktfall som då uppstår kan reduceras till två typfall enligt ovan A-B-C-

⁸⁹ Hästad, Sakrätt avseende lös egendom s. 16 och Adlercreutz och Pfannenstill, Finansieringsformers rättsliga reglering s. 15.

⁹⁰ A-B-C-schemat kommer ursprungligen från den danske juristen Ross (Ejendomsret og Ejendomsövergang), se Hessler, Allmän sakrätt s. 64 ff.

⁹¹ Hessler, Allmän sakrätt s. 37.

⁹² Millqvist, Sakrättens grunder s. 49.

modell. Det första typfallet är att A överlämnar egendom till B, för exempelvis nyttjande eller förvaring, varpå B går i konkurs eller blir föremål för utmätning. C, som är borgenär till B, hävdar därefter att A:s egendom som befinner sig i B:s förvar kan tas i anspråk för täckande av B:s skulder gentemot C.⁹³ Det andra typfallet är att B har överlåtit egendom till A innan dess att ett exekutionsförfarande inleds hos denne. När exekutionsförfarandet sedermera inleds hävdar C, som är borgenär till B, att den egendom som överlåtits till A fortfarande ska anses tillhöra B, och därmed ingå i exekutionsunderlaget.⁹⁴ Gemensamt för de två typfallen är således att C anser att egendom som denne gör anspråk på tillhör B trots att B har förfogat över denna i förhållande till A. Borgenärsskyddsreglerna avser lösa den intressekonflikt som uppstår mellan A och C, som båda kan ha obligationsrättsligt giltiga anspråk avseende rätten till viss egendom.⁹⁵ Resultatet av intresseavvägningen mellan å ena sidan A:s intresse av äganderätt och å andra sidan C:s intresse av att få ta del av B:s tillgångar i dennes exekutionsförfarande varierar beroende på omständigheterna i det enskilda fallet.⁹⁶

Vid en överlåtelse av enkla fordringar i samband med en värdepapperiseringsprocess aktualiseras det senare typfallet, d.v.s. att specialbolaget (A) förvärvar egendom från originatorn (B), vars konkurs- eller utmätningborgenärer (C) kan komma att rikta anspråk på den egendom som specialbolaget förvärvat.

4.2.1 Borgenärsskydd vid konkurs eller utmätning

Borgenärsskyddet har som ovan nämnt ett nära samband med exekutionsrätten eftersom det i regel är överlåtarens insolvens som utgör startskottet för den konflikt som uppstår avseende äganderätten till viss egendom.⁹⁷

En grundläggande princip inom exekutionsrätten är att alla borgenärer i en konkurs eller i ett utmätningförfarande ska behandlas lika. Sakrätten medger dock vissa undantag från denna likabehandlingsprincip. En konkurs- eller utmätningborgenär kan på grund av att den äger viss egendom få undanta denna i konkurs- eller utmätningförfarandet, s.k. separationsrätt. Separationsrätten innebär således både ett utmätningsskydd och ett konkursskydd för separatis-ten.⁹⁸ Separationsrätten har sin grund i att det endast är egendom som faktiskt

⁹³ Håstad, Sakrätt avseende lös egendom s. 146 och s. 177.

⁹⁴ Håstad, a.a. s. 205.

⁹⁵ Håstad, a.a. s. 17.

⁹⁶ Se bland annat NJA 1981 s. 562 (frågan om återvinning av överlåtelse av rörelse), NJA 1997 s. 660 (fråga om sakrättsligt skydd vid överlåtelse av flytdocka), NJA 2012 s. 419 (frågan om bättre rätt till fordon som omfattas av kommissionsavtal alternativt kreditköp) och Millqvist, Sakrättens grunder s. 98.

⁹⁷ Myrdal, Borgenärsskyddet, s. 33, Rodhe, Handbok i sakrätt s. 12 f. och Hessler, Allmän sakrätt s. 73 f.

⁹⁸ Notera att begreppet separationsrätt används i olika vidsträckt betydelse och kan anses omfatta både utmätningsskydd och konkursskydd eller bara konkursskydd. I denna framställning tilläm-

tillhör gäldenären som kan tas i anspråk för täckande av gäldenärens skulder, vilket framgår av 3 kap. 3 § KL och 4 kap. 17-19 §§ UB.⁹⁹

Egendom som inte erhåller sakrättsligt skydd, och därmed inte heller separationsrätt, kommer att ingå i konkurs- eller utmätningsförfarandet. Om en pretendent som inte erhåller separationsrätt till viss egendom däremot har ett giltigt avtal med konkurs- eller utmätningsgäldenären gör sig konkursboet i regel skyldig till ett kontraktsbrott då egendomen tas med i exekutionsunderlaget. Pretendenten får i sådana fall istället en fordran på återbetalning av vad gäldenären uppburit på grund av kontraktsförhållandet och i vissa fall även ett anspråk på skadestånd. Pretendentens anspråk på betalning blir dock en oprioriterad fordran i gäldenärens konkurs.¹⁰⁰ Utsikten för denne att erhålla betalning för en sådan fordran är i regel förhållandevis liten eftersom gäldenären då bevisligen saknar tillgångar som täcker skulderna.¹⁰¹

Vid genomförandet av en värdepapperisering är det av största vikt för specialbolaget, och obligationsinnehavarna, att specialbolaget erhåller separationsrätt för sitt förvärv från originatorn. Om inte kan de överlåtna fordringarna komma att tas i anspråk av originatorns borgenärer i dennes exekutionsförfarande. De värdepapper som emitterats med fordringarna som underliggande tillgång riskerar då att helt förlora sitt värde.

4.2.2 Specialitetsprincipen

En förutsättning för att specialbolaget ska erkännas separationsrätt till de fordringar som denne förvärvar från originatorn är att specialitetsprincipen är uppfylld. Innebörden av specialitetsprincipen och hur denna princip ska avgränsas är emellertid inte helt klar.¹⁰² Övergripande kan sägas att specialitetsprincipen är en grundsats om att endast individuellt bestämd och identifierad egendom kan vara föremål för äganderätt. Den identifierade egendomen måste vidare behålla sin identitet för att separationsrätten inte ska gå förlorad.¹⁰³ Enligt Millqvist kan på ett allmänt plan frågan om en verksam separationsrätt föreligger besvaras med hjälp av tre frågor.¹⁰⁴

Den första frågan rör grunden för separatistens (specialbolagets) krav och är av obligationsrättslig karaktär. För separationsrätt krävs att separatistens krav

pas begreppets vidsträckt betydelse, Se Rodhe, Handbok i sakrätt s. 173, Hessler, Allmän sakrätt s. 145 och s. 161 och Walin, Separationsrätt s.11.

⁹⁹ Zetterström s. 50 f.

¹⁰⁰ Hästad, Sakrätt avseende lös egendom s. 144.

¹⁰¹ Hästad, a.a. s. 97.

¹⁰² Zackariasson, Borgenärsskydd och specialitet s. 32, Millqvist, Sakrättens grunder s. 152, Walin, Panträtt s. 38, s.147 och s. 245.

¹⁰³ Se bland annat Rodhe, Handbok i sakrätt s. 432 ff., Hästad, Sakrätt avseende lös egendom s. 152 ff. och Zackariasson, a.a. s. 31 f.

¹⁰⁴ Se Millqvist, Sakrättens grunder s. 100.

baseras på hävdad äganderätt eller panträtt. Det eventuella kontraktsförhållande som föreligger mellan separatisten och gäldenären får avgörande betydelse för bedömningen av äganderättsfrågan i denna del. En separatist kan dock erkännas bättre rätt till viss egendom trots att inget avtalsförhållande föreligger mellan denne och gäldenären, vilket blir fallet vid exempelvis felbetalningar.¹⁰⁵ Separatistens anspråk på att få separera egendom i gäldenärens konkurs- eller utmättningsförfarande kan ha sin grund i antingen bibehållen äganderätt eller förvärvad äganderätt. Specialbolagets anspråk på äganderätt i samband med en värdepapperiseringstransaktion har sin grund i en för specialbolaget förvärvad äganderätt till fordringarna.

Den andra frågan är om separatistens krav riktar sig mot specifik och identifierbar egendom. Frågan har sin grund i den viktiga begränsningen i att äganderätt måste vara knuten till ett visst individuellt bestämt föremål. I de flesta fall är det ingen tvekan om vilken egendom en separatist riktar anspråk på att undanta, särskilt då egendomen utgörs av lösöre. Att knyta separatistens anspråk till ett individuellt bestämt föremål blir däremot svårare om anspråket avser fungibel egendom. Att egendomen är fungibel innebär att den är av samma slag och art, såsom exempelvis olja eller spannmål, och därför saknar individuell prägel.¹⁰⁶ När en separatist gör anspråk på att få separera sådan egendom är det viktigt att avgöra huruvida transaktionen verkligen är att ses som utlåning eller om det istället rör sig om en ren försträckning.¹⁰⁷ Den senare formen av förfoganden omfattas nämligen inte av separationsrätt vilket innebär att separatisten endast kan göra anspråk på att återfå motsvarande egendom med äganderätt, men aldrig precis den egendom som utlånats. Separationsrätt är alltid utesluten om egendomen är generiskt bestämd och utlåningen sker i mottagarens intresse.¹⁰⁸

Den tredje frågan är om egendomen har vidhållit sin identitet hos mottagaren. Frågan har sin grund i att egendomen måste finnas kvar i oförändrad form hos mottagaren för att separatisten ska ha något att separera. Undantag från denna huvudregel görs i form av surrogation, som innebär att separationsrätten i vissa fall kan utsträckas till den egendom som trätt istället för den ursprungliga egendomen.¹⁰⁹

Den allmänna uppfattningen är att en enkel fordring uppfyller sakrättens specialitetskrav. Wallin-Norman uttrycker det som att även abstrakta företeelser såsom fordringar (som egentligen inte lämpar sig såsom omsättningsobjekt) kan

¹⁰⁵ Millqvist, a.a. s. 100 f.

¹⁰⁶ Se bland annat NJA 1994 s. 506 (separationsrätt till spannmål) och NJA 2009 s. 500 (separationsrätt till kontomedel) samt Lindskog, Betalning s. 756-757, Zackariasson, Borgenärsskydd och specialitet s. 598 ff. och Håstad, Sakrätt avseende lös egendom s. 25.

¹⁰⁷ Millqvist, Sakrättens grunder s. 104-106.

¹⁰⁸ Generiskt bestämd egendom innebär att anspråket avser en viss mängd fungibel egendom, exempelvis en viss mängd medel på ett bankkonto som även innehåller medel utöver det separatisten gör anspråk på, se Zetterström s. 18, Håstad, Sakrätt avseende lös egendom s. 24 f. och s. 152-154 och Hessler, Allmän sakrätt s. 37.

¹⁰⁹ Millqvist, Sakrättens grunder s. 106.

vara föremål för äganderätt, vilket medför att även fast fordringsborgenären endast har en fordringsrätt i förhållande till fordringsgäldenären föreligger en av rättsordningen skyddad äganderätt gentemot alla andra, förutsatt att fordringen är individualiserad på så sätt som krävs. Lindskog anser i sin tur att en fordran uppfyller specialitetsprincipens krav eftersom fordringar kan ses som ett objekt (och inte bara som ett rättsförhållande). Fordringen uppfyller enligt honom vidare de krav som följer av specialitetsprincipen eftersom fordringen urskiljs i förhållande till borgenärens förmögenhetsmassa och inte gäldenärens.¹¹⁰

4.3 Separationsrätt på grund av förvärvad äganderätt

En sakrättsligt giltig överlåtelse av fordringar i samband med värdepapperisering innebär att förvärvaren (specialbolaget) har separationsrätt till dessa vid överlåtarens eventuella konkurs eller utmätning. Det sakrättsliga skyddet har då som nämnt grund i en för specialbolaget förvärvad äganderätt. För att specialbolaget ska erhålla sådan separationsrätt krävs att denne kan visa att det sakrättsliga moment som stipuleras för en överlåtelse av enkla fordringar är uppfyllt. Detta moment och skälen bakom detta ska redogöras för i det följande.

4.3.1 Denuntiation till fordringsgäldenären

Utgångspunkten är att vid överlåtelse av lös egendom utgörs det sakrättsliga momentet av tradition. Traditionsprincipen innebär att ett sakrättsligt fullbordat förvärv kommer till stånd först då egendomen överlämnas (traderas) från överlåtare till förvärvaren. Traditionsprincipen kompletteras dock av regler om denuntiation, registrering eller märkning för de fall en tradition inte framstår som lämplig eller ens möjligt att genomföra, antingen på grund av egendomens beskaffenhet eller på grund av att den befinner sig hos en tredje man. Samtliga ovannämnda sakrättsliga moment avser dock medföra att överlåtare av viss egendom blir avskuren rådigheten över denna.¹¹¹

Enkla fordringar utgör som tidigare nämnt en kategori av lös egendom men inte lösöre, vilket innebär att traditionsprincipen lämpar sig mindre väl som sakrättsligt moment vid en sådan överlåtelse. Det sakrättsliga momentet vid överlåtelse av enkla fordringar utgörs istället av denuntiation.¹¹² Denuntiation sker i enlighet med 31 § SkbrL och innebär att en prestationsskyldig utomstående (fordringens gäldenär) underrättas om att en överlåtelse ägt rum och till

¹¹⁰ Se vidare Lindskog, *Betalning* s. 70 (not. 155), s. 119 f. (not. 356) och s. 440 (not. 1569), *Hästad Sakrätt* s. 164, Lindskog, *Kvittning* s. 39 och Wallin-Norman, *Kontor rätt*, s. 143.

¹¹¹ Hessler, *Allmän sakrätt* s. 79 och Millqvist, *Sakrättens grunder* s. 140.

¹¹² Hästad, *Sakrätt avseende lös egendom* s. 41 och Hessler, a.a. s. 253.

vem.¹¹³ SkbrL tillämpas direkt på enkla skuldebrev och i analogi på enkla fordringar som inte uppfyller kraven för ett skuldebrev.¹¹⁴

Denuntiation som sakrättsligt moment är inte föremål för något formkrav och såväl specialbolaget som originatorn kan vara verkställare av densamma.¹¹⁵ Av rättspraxis framgår dock att stränga krav ska ställas på denuntiationens innehåll för att den ska anses vara rådighetsavskärande i tillräcklig grad.¹¹⁶ Av förarbetena till 31 § SkbrL framgår nämligen att denuntiation, liksom tradition, ska överflytta den faktiska möjligheten att förfoga över tillgången från överlåtaren till förvärvaren. Denuntiationen ska därför vara både ovillkorlig och tydlig.¹¹⁷ Eftersom denuntiationen på så sätt avser medföra att överlåtaren på ett effektivt sätt avskärs möjligheten att disponera över den överlåtna egendomen måste den innehålla ett meddelande om att en överlåtelse ägt rum, alternativt att meddelandet utformats på så sätt att fordringens gäldenär i vart fall förstått att meddelandet haft sådan innebörd.¹¹⁸

I samband med överlåtelse av enkla fordringar vid värdepapperisering ska underrättelse ske till de fordringsgäldenärer vars fordringar ingår i överlåtelsen till specialbolaget. En sådan underrättelse kan verkställas genom exempelvis ett meddelande om överlåtelsen på den faktura eller betalningsavi som går ut till fordringsgäldenären.

I flertalet andra länder, både inom och utom EU, tillämpas avtalsprincipen för erhållande av sakrättsligt skydd vid en överlåtelse av enkla fordringar. Avtalsprincipen innebär att ett förvärv är skyddat mot överlåtarens borgenärer redan i och med överlåtelseavtalet.¹¹⁹ Avtalsprincipen kan bli aktuell även inom svensk rätt men endast för vissa typer av förvärv, exempelvis vad gäller förvärv av immaterialrätter eller fast egendom.¹²⁰ Som framgår av ovan tillämpas inte avtalsprincipen vid överlåtelse av enkla fordringar enligt svensk rätt, som utöver ett obligationsrättsligt giltigt avtal även kräver genomförandet av ett sakrättsligt moment.¹²¹ Syftet bakom en sådan reglering ska redogöras för i det följande.

¹¹³ Millqvist, Sakrättens grunder s. 169.

¹¹⁴ Rodhe, Handbok i sakrätt s. 214 f. och Hessler, Allmän sakrätt s. 85 f. och s. 253.

¹¹⁵ Hessler, Allmän sakrätt s. 101 och s. 253

¹¹⁶ Se bland annat NJA 1962 s. 49, NJA 1977 s. 20, NJA 1977 s. 530, NJA 1978 s. 99, NJA 1986 s. 217 och NJA 2005 s. 871.

¹¹⁷ Millqvist, Sakrättens grunder, s. 168 och NJA 1995 s. 367 II.

¹¹⁸ Se Adlercreutz och Pfannenstill, Finansieringsformers rättsliga reglering, s. 50, Håstad, Sakrätt avseende lös egendom s. 256-257, Henriksson, Sakrättsliga moment och deras ekonomiska konsekvenser, s. 86-87, NJA 1995 s. 367 och NJA 1943 s. 399.

¹¹⁹ Millqvist, Sakrättens grunder s. 144 och Håstad, Sakrätt avseende lös egendom s. 207.

¹²⁰ Se bland annat NJA 2007 s. 652 om överlåtelse av lösöre som i förvärvarens besittning blivit fast egendom och därför erhållit skydd mot överlåtarens borgenärer redan i samband med avtalet.

¹²¹ Henriksson, Sakrättsliga moment och dess ekonomiska konsekvenser s. 52.

4.3.2 Syftet bakom genomförandet av ett sakrättsligt moment

Syftet bakom genomförandet av ett sakrättsligt moment i samband med en överlåtelse har ett nära samband med syftet bakom borgenärsskyddsreglerna. HD har i bland annat NJA 1995 s. 367 I slagit fast att det grundläggande syftet som kravet på ett sakrättsligt moment är avsett att tillgodose är att förhindra skentransaktioner. Risker att en gäldenär lyckas genomföra skentransaktioner har sin grund i att denne i regel kan förutspå en nära förestående konkurs eller utmätning. Gäldenären kan därför på olika sätt försöka undandra borgenärerna sin egendom i syfte att undvika att egendomen tas i anspråk för betalning av hans eller hennes skulder. Kravet på genomförandet av ett sakrättsligt moment i samband med en överlåtelse eller pantsättning avser hindra (eller i vart fall försvåra) möjligheten för gäldenären att, då denne riskerar att hamna på obestånd, genomföra icke allvarligt menade dispositioner med sin egendom. Vidare motverkar kravet på ett sakrättsligt moment i detta avseende även gäldenärens möjlighet att genomföra s.k. efterhandskonstruktioner. Efterhandskonstruktioner innebär att gäldenären, då denne blivit försatt i konkurs eller föremål för en utmätning, hävdar att viss egendom överlåtits eller pantsatts trots att någon sådan överlåtelse eller pantsättning i realiteten inte ägt rum. Ovannämnda illojala dispositioner i form av skentransaktioner och efterhandskonstruktioner har i praxis och doktrin fått den gemensamma benämningen borgenärsbedrägerier.¹²²

Denuntiation som sakrättsligt moment avser hindra, eller i vart fall försvåra, genomförandet av borgenärsbedrägerier på två sätt. Denuntiationen medför först och främst en viss uppoffring för överlåtaren eftersom att han eller hon då inte längre kan disponera över fordringen. Denna uppoffring minskar risken för genomförandet av dispositioner som inte är allvarligt menade.¹²³ Denuntiationen innebär vidare en yttre manifestation av den transaktion som ägt rum, vilket innebär att det blir svårare för en överlåtare eller pantsättare att i efterhand konstruera ett händelseförlopp som inte stämmer överens med verkligheten.

Det ska i detta avseende kort nämnas att det råder delade meningar om huruvida ett krav på genomförandet av ett sakrättsligt moment är det mest ändamålsenliga sättet att förhindra borgenärsbedrägerier. Bland annat Zackariasson ställer sig tveksam till traditionens syfte att förhindra borgenärsbedrägerier och är istället av den åsikten att traditionsprincipen endast drar en gräns mellan sådana borgenärer som framstår som särskilt skyddsvärda och sådana som inte gör det.¹²⁴ Även Håstad synes ha landat i slutsatsen att det finns övertygande skäl att vid omsättningsköp helt avskaffa traditionsprincipen vars, enligt honom, enda värde ligger i att vid en exekution neutralisera antedateringar och andra falska påståenden om att visst lösöre var överlåtet innan dess att

¹²² Fler syften redogörs för i bland annat Myrdal, Borgenärsskyddet s. 38 ff.

¹²³ Håstad, Sakrätt avseende lös egendom s. 255.

¹²⁴ Zackariasson, Borgenärsskydd och specialitet s. 153, s. 164-166 och s. 733.

exekutionsförfarandet inleddes. Dessa fördelar vinnas dock, enligt Håstad, på bekostnad av de köpare som gjort legitima förvärv men av någon anledning lämnat kvar lösöret hos säljaren.¹²⁵ Vidare har lösöreköpskommittén i sin utredning som presenterades 2015, i vilken Håstad deltog, funnit det motiverat att övergå till avtalsprincipen i fråga om lösöreköp. Frågan om ett eventuellt slopande av genomförandet av ett sakrättsligt moment, antingen i allmänhet eller för vissa särskilda förvärvstyper, hamnar dock i slutändan på lagstiftaren att besluta om.¹²⁶ Det lagförslag som lösöreköpskommittén föreslog skulle träda i kraft 1 januari 2018 har ännu inte vunnit något gehör från lagstiftaren.¹²⁷

4.3.3 Legitimationsfrågor

Överlåtelse av enkla fordringar i samband med värdepapperisering innebär en överlåtelse av själva fordringsrätten, vilket i sin tur aktualiserar frågor rörande legitimation.¹²⁸ Legitimationsfrågorna pekar ut vem gäldenären till en penningförpliktelse kan betala till med befriande verkan (*passiv betalningslegitimation*), vem som har rätt att kräva betalt av gäldenären (*aktiv betalningslegitimation*), vem som har rätt att förfoga över ett skuldebrev (*förfogandelegitimation*) samt vem som har möjlighet att utfå egendom som befinner sig hos en tredje man (*mottagandelegitimation*).¹²⁹

Den passiva betalningslegitimationen avseende enkla fordringar framgår av 29 § SkbrL av vilken följer att en betalning som en gäldenär erlägger till överlåtaren av ett enkelt skuldebrev är giltig om gäldenären inte visste eller hade skälig anledning att misstänka att denne inte längre hade rätt att uppbära betalningen. Den passiva betalningslegitimationen är således oberoende av vem som är materiellt berättigad att emotta betalningen.¹³⁰ Lindskog talar i detta avseende om en bestående passivlegitimation som endast genombröts av gäldenärens vetskap eller misstanke om överlåtelsen.¹³¹

Den ovan beskrivna ordningen att gäldenärens passivlegitimation går förlorad så snart han får vetskap om överlåtelsen, men förvärvarens sakrättsliga skydd inte uppkommer förrän i samband med att gäldenären underrättats om överlåtelsen, innebär att det kan uppstå en situation där gäldenären förlorar sin

¹²⁵ Se Håstads tillägg i NJA 2008 s. 684.

¹²⁶ Se NJA 1997 s. 660 och NJA 2008 s. 684 där HD tydligt uttalar att ett slopande av traditionsprincipen inte är möjlig genom en praxisändring.

¹²⁷ Se SOU 2015:18 s. 12 och s. 15 samt Konsumentköpsutredningen, SOU 1995:11, i vilken Gregow fann det föreliggande övertygande skäl för att helt avskaffa traditionsprincipen.

¹²⁸ Med fordringsrätt avses en borgenärs anspråk att med äganderätt utfå generiskt bestämd egendom, se Hessler, Allmän sakrätt s. 37.

¹²⁹ Lindskog, Betalning s. 206, Mellqvist, Fordran och skuld s. 167 och Myrdal, Oklarheter med traditionsprincipen s. 178.

¹³⁰ Myrdal, Borgenärsskyddet s. 29.

¹³¹ Lindskog, Betalning s. 268.

passivlegitimation i förhållande till överlåtaren men förvärvaren inte än har erhållit ett sakrättsligt skydd för sitt förvärv. I sådana fall råder en viss oklarhet kring vem gäldenären kan betala till med befriande verkan.¹³²

En godtagbar denuntiation medför i regel att överlåtaren av en enkel fordring avskärs både förfogandelegitimationen och betalningslegitimationen i förhållande till fordringen.¹³³ Att överlåtaren förlorar förfogandelegitimationen innebär att denne förlorar sin faktiska möjlighet att överlåta eller pantsätta egendomen. En gäldenär som mottar en klar och tydlig denuntiation hamnar vidare i sådan ond tro som framgår av 29 SkbrL vilket gör att denne förlorar sin passivlegitimation att erlægga betalning till överlåtaren.¹³⁴ Betalningslegitimation i samband med denuntiation har varit föremål för utredning bland annat i NJA 1995 s. 367 I i vilket HD fann att varken avfattningen av lagtexten eller några uttalanden i förarbetena ger grund för slutsatsen att man vid tillämpningen av reglerna om borgenärsskydd i 31 § SkbrL skulle beakta de förutsättningar som enligt 29 § SkbrL föreligger för betalningslegitimation.¹³⁵ Det framgår således att det troligen inte är ett krav för sakrättsligt skydd att överlåtarens betalningslegitimation blir avskuren i enlighet med 29 § SkbrL i samband med en denuntiation. Enligt Håstad blir betalningslegitimationen i detta avseende endast en ytterligare faktor att bedöma i frågan om överlåtarens uppoffring är tillräcklig för att erhålla sakrättsligt skydd.¹³⁶ Att överlåtaren i samband med denuntiationen förlorar sin förfogandelegitimation är däremot ett krav för sakrättsligt skydd. HD hänvisar i domen till förarbetena till 31 § SkbrL där anges att denuntiationen ska överflytta den faktiska möjligheten att förfoga över egendomen som överlåts till förvärvaren, vilket närmast borde syfta till att överlåtaren måste förlora sin förfogandelegitimation.¹³⁷

¹³² Lindskog argumenterar dock i detta avseende för att 29 § SkbrL inte nödvändigtvis ger uttryck för vad som krävs för att förvärvaren ska bli passivlegitimerad utan endast vad som utlöser att överlåtaren förlorar sin passivlegitimation. Se vidare Lindskog, *Betalning* s. 274 (not. 920), *Zackariasson, Borgenärsskydd och specialitet* s. 116 f. samt NJA 1931 s. 741.

¹³³ Lindskog, *Om legitimation och sakrättsligt skydd vid överlåtelse av enkel fordring* s. 115.

¹³⁴ Björk, *Om factoring* s. 353 och NJA 1995 s. 367.

¹³⁵ Se Myrdal, *Oklarheter med traditionsprincipen* s. 1079 f.

¹³⁶ Håstad, *Sakrätt avseende lös egendom* s. 261.

¹³⁷ Jfr. NJA 1980 s. 197 (fråga om sakrättsligt giltig panträttsupplåtelse i överhypotek) och NJA 1987 s. 217 (fråga om sakrättsligt giltig andrahandspansättning i överhypotek) i vilka HD endast nämner förlusten av pantsättarens "legitimation att erhålla betalning för fordringen" samt att genomförd denuntiation medfört en "ändring av betalningsmottagare". Någon hänvisning görs dock inte till förfogandelegitimation och huruvida denna varit avskuren eller inte. Se även Zackariasson, *Borgenärsskydd och specialitet* s. 118-121 och Hallbeck, *Denuntiationsprincipen*, s. 318-320.

5 Värdepapperisering på den svenska finansmarknaden

5.1 Inledning

Att de värdepapperiseringar som genomförs på den svenska finansmarknaden är förenliga med svensk sakrätt är en förutsättning för att deltagarna i en sådan process ska kunna förlita sig på att transaktioner kan genomföras på ett tryggt och förutsebart sätt. I detta kapitel ska redogöras för två finansiella institut som, i rollerna som originatorer, genomfört värdepapperiseringstransaktioner helt och hållet enligt svensk rätt. Redogörelsen innefattar en kort bakgrund till originatorernas verksamhet samt en redogörelse för de valda värdepapperiseringsstrukturen och de konsekvenser dessa haft för transaktionens parter.

5.2 Genomförda helsvenska värdepapperiseringar

FI bedömde 2016 värdepapperiseringen som ovanlig i Sverige men förutspådde att användningen kunde komma att öka på grund av de senaste årens skärpta kapitalkrav. Internationellt sett har flera initiativ tagits för att stimulera en ökad användning av värdepapperisering, bland annat genom arbetet inom Basel-Iosco och Eba.¹³⁸ Den 1 januari 2019 trädde lagen (2018:1981) med kompletterande bestämmelser till EU:s förordning om värdepapperisering i kraft, vilket innebär att den nationella reglering som krävs för förordningens tillämpning i Sverige nu är på plats.

Svensk Hypotekspension AB och Nordax Bank AB är två bolag som relativt nyligen genomfört värdepapperiseringar med dotterbolag i rollen som specialbolag och emittent.¹³⁹ Dessa värdepapperiseringstransaktioner ska redogöras för i följande avsnitt.

¹³⁸ Remisspromemoria, FI:s kapitalbedömningsmetod vid värdepapperisering inom pelare 2 s. 13.

¹³⁹ Ytterligare exempel på företag som nyligen genomfört värdepapperiseringar är Lendify AB (genom dotterbolaget Lendify Sweden 1 AB (publ) och BlueStep Bank AB (publ) (genom dotterbolaget BlueStep Mortgage Securities No. 4 DAC). Det finns även värdepapperiseringar som genomförts av svenska bolag men där specialbolaget placerats i utlandet, se vidare om detta i bland annat Ds 1998:71 s. 32 ff.

5.2.1 Svensk Hypotekspension AB

Svensk Hypotekspension AB (SHAB) har genomfört två värdepapperiseringar genom dels det helägda dotterbolaget Svensk Hypotekspension Fond 1 AB (publ) (SH Fond 1 AB (publ)) och dels det helägda dotterbolaget Svensk Hypotekspension Fond 3 AB (publ) (SH Fond 3 AB (publ)).

Den första värdepapperiseringen ägde rum i september 2010 (och var då den första värdepapperiseringen med ett helsvenskt specialbolag sedan 2004) och den andra i februari 2016. Transaktionerna genomfördes helt och hållet enligt svensk rätt.¹⁴⁰

5.2.1.1 Originatorns verksamhet

SHAB är ett finansiellt institut som genom sin verksamhet erbjuder låneprodukten Hypotekspension® till konsumenter på den svenska marknaden.¹⁴¹ Låneprodukten, som utgör en kapitalfrigörningskredit (eng. *equity release loan*), är en typ av seniorlån.¹⁴² Seniorlån är ett samlingsnamn för lån som vänder sig till äldre personer (i detta fall personer över 60 år) som har ett behov av kapital men som inte kvalificerar sig för ett traditionellt bostadslån, i regel på grund av för låg inkomst. Strukturen förutsätter att låntagaren äger en bostad och att det i denna finns ett substantiellt övervärde som kan användas som säkerhet för kreditgivningen.¹⁴³ Strukturen hos ett seniorlån varierar men gemensamt för samtliga upplägg är att ränta och amortering inte betalas med disponibel inkomst utan med lånat kapital.¹⁴⁴ Låneprodukten Hypotekspension® innebär att lånet löper utan betalning av amortering och ränta så länge låntagaren bor kvar i den bostad som utgör säkerhet för lånet, förutsatt att inga ändringar genomförs avseende låneavtalet.¹⁴⁵ Räntan kapitaliseras istället kvartalsvis och läggs till på lånet.¹⁴⁶ Hypotekspension® har vidare ett konsumentskydd som innebär att lånebeloppet aldrig kan överstiga värdet av bostaden vid försäljning (eng. *The No-Negative-Equity Guarantee*).¹⁴⁷ Lånet har inget förutbestämt förfalldatum utan

¹⁴⁰ Svensk Hypotekspension Fond 1 AB (publ), Prospektet s. 2, Svensk Hypotekspension Fond 3 AB (publ), Prospektet s. 43 och <https://hypotekspension.se/helsvensk-vardepapperisering-finansierar-svensk-hypotekspensions-utlaning/>, hämtad 2019-04-22.

¹⁴¹ Svensk Hypotekspension Fond 1 AB (publ), Prospekt s. 23. <http://www.shpfond1.se/www/about/> och <http://www.shpfond3.se/www/about/>, hämtade 2019-04-20.

¹⁴² Kapitalfrigörningskredit definieras i 2 § KKL.

¹⁴³ Svensk Hypotekspension Fond 1 AB (publ), Prospekt s. 25-26.

¹⁴⁴ SOU 2015:40, s. 129 f. och Ferm & Lindenius, Marknaden för seniorlån, s. 3 f.

¹⁴⁵ Svensk Hypotekspension Fond 1 AB, Prospekt s. 9.

¹⁴⁶ <http://www.shpfond1.se/www/about/> och <http://www.shpfond3.se/www/about/> hämtade 2019-04-20.

¹⁴⁷ <https://hypotekspension.se/sa-fungerar-det/> hämtad 2019-04-17.

förfaller till betalning då låntagaren säger upp lånet, bostaden säljs eller vid låntagarens dödsfall.¹⁴⁸

5.2.1.2 Värdepapperiseringsstrukturen - SH Fond 1 AB (publ)

SHAB överlät, i samband med värdepapperiseringen 2010, en kreditportfölj bestående av konsumentlån till ett specialbolag. Specialbolaget utgjordes av det helägda dotterbolaget SH Fond 1 AB (publ) som i samband med förvärvet emitterade obligationer till ett värde av 900 miljoner SEK (med lånestocken som underliggande tillgång) varav 318 MSEK med rörlig ränta och 582 MSEK med fast ränta.¹⁴⁹ Specialbolagets förvärv av kreditportföljen finansierades primärt med det kapital som inflöt från försäljningen av värdepapper, d.v.s. emissionslikviden.

Specialbolaget upprättades av SHAB endast i syfte att äga kreditportföljen och emittera obligationer och hade av denna anledning ingen egen verksamhet eller egna anställda.¹⁵⁰ Mellan SHAB, specialbolaget och agenten för obligationsinnehavarna (CorpNordic Sweden AB) upprättades i samband med transaktionen därför ett serviceavtal.¹⁵¹ SHAB tillhandahöll i enlighet med detta avtal tjänster för drift och förvaltning för specialbolagets räkning. Dessa tjänster omfattade bland annat kundservice och administration avseende återbetalningar och inkassohantering. SHAB hanterade även, till följd av avtalet, den avkastning som den underliggande kreditportföljen genererade och förmedlade sedan denna avkastning till obligationsinnehavarna.¹⁵² SHAB fick i sin roll som serviceföretag även tillåta gäldenärsbyten.¹⁵³ Ett sådant byte förutsatte dock att agenten för obligationsinnehavarna, CorpNordic Sweden AB, gav sitt samtycke till detta. SHAB hade, utöver sin roll som serviceföretag, även rollen som manager i förhållande till de bankkonton som upprättats i samband med transaktionen.¹⁵⁴ För detta arbete erhöll SHAB viss ersättning.¹⁵⁵

Varje konsumentlån i kreditportföljen säkerställdes genom antingen säkerhet i form av pantbrev i fastigheter (eng. *mortgage certificates*) eller genom pantsättning av rättigheterna till en bostadsrätt (eng. *pledge of rights to a cooperative flat*). SHAB fick, med agentens samtycke, tillåta att en sådan säkerhet byttes ut.¹⁵⁶

¹⁴⁸ Prospekt Svensk Hypotekspension Fond 1 AB s. 29 och <https://hypotekspension.se/sa-fungerar-det/> hämtad 2019-04-17.

¹⁴⁹ <https://hypotekspension.se/helsvensk-vardepapperisering-finansierar-svensk-hypotekspensions-utlaning/> hämtad 2019-05-27.

¹⁵⁰ Svensk Hypotekspension Fond 1 AB (publ), Prospekt s. 19.

¹⁵¹ Svensk Hypotekspension Fond 1 AB (publ), Prospekt s. 77.

¹⁵² I prospektet benämns originatorns roll som: ”Servicer and Manager”, se Svensk Hypotekspension Fond 1 AB (publ), Prospekt s. 4 f.

¹⁵³ Svensk Hypotekspension Fond 1 AB (publ), Prospekt s. 31.

¹⁵⁴ Dessa bankkonto utgjordes av: *Collection Account*, *Expense Account*, *Advance Account* och *Equity Account*, se Svensk Hypotekspension Fond 1 AB (publ), Prospekt s. 4.

¹⁵⁵ Svensk Hypotekspension Fond 1 AB (publ), Prospekt s. 63.

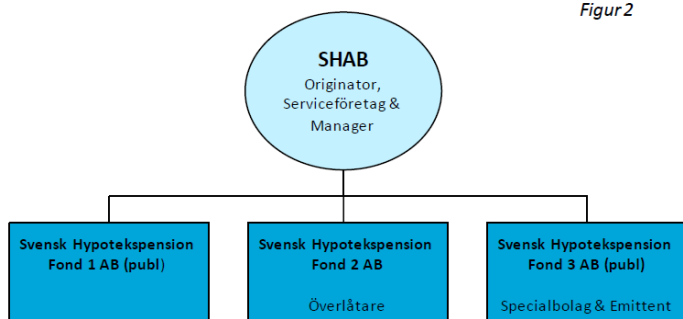
¹⁵⁶ Svensk Hypotekspension Fond 1 AB (publ), Prospekt s. 9 och s. 32.

SHAB hade även rätt att utnyttja en återköpsrätt som innebar att denne kunde köpa tillbaka konsumentlån från kreditportföljen. Denna återköpsrätt kunde dock endast utnyttjas om SHAB i förväg erhållit samtycke från specialbolaget och agenten samt om vissa andra övriga förutsättningar var uppfyllda.¹⁵⁷

Agenten förbehölls även en rätt att under vissa förutsättningar säga upp det serviceavtal som denne ingått med SHAB, bland annat om SHAB blev eller riskerade att bli föremål för ett insolvensförfarande.¹⁵⁸

5.2.1.3 Värdepapperiseringsstrukturen - SH Fond 3 AB (publ)

Den 9 februari 2016 emitterade specialbolaget SH Fond 3 AB (publ) en obligation på 2 000 MSEK med en avskild mängd konsumentlån (Hypotekspension®) som underliggande tillgång.¹⁵⁹ Emissionslikviden som inflöt därefter finansierade specialbolagets förvärv och innehav av kreditportföljen.¹⁶⁰ Vid tidpunkten för obligationsemissionen hade specialbolagets moderbolag, SHAB, tre dotterbolag: SH Fond 1 AB (publ), Svensk Hypotekspension Fond 2 AB och SH Fond 3 AB (publ).¹⁶¹ Koncernstrukturen kan vid denna tidpunkt illustreras med hjälp av nedan *figur 2*:



Såsom följer av koncernskissen ovan är det moderbolagets (SHAB:s) verksamhet som står för kreditgivningen, varefter dessa krediter överläts till dotterbolagen för vidare hantering.¹⁶² Svensk Hypotekspension Fond 2 AB finansierar och utbetalar krediter till nya kunder medan SH Fond 3 AB (publ) agerar som

¹⁵⁷ Svensk Hypotekspension Fond 1 AB (publ), Prospekt s. 34.

¹⁵⁸ "Insolvency Event" definieras i Terms and Conditions för Svensk Hypotekspension Fond 1 AB, se Svensk Hypotekspension Fond 1 AB (publ), Prospekt s. 63 och s. 73.

¹⁵⁹ Delårsrapport för perioden 2016-01-01 - 2016-06-30 i Svensk Hypotekspension Fond 3 AB (publ).

¹⁶⁰ Årsredovisning (2018) för Svensk Hypotekspension Fond 3 AB (publ).

¹⁶¹ Svensk Hypotekspension Fond 3 AB (publ), Prospekt s. 17.

¹⁶² Svensk Hypotekspension Fond 1 AB (publ) likviderades i maj 2016 (avslutat i mars 2017).

ett specialbolag i samband med utgivande av obligationslån.¹⁶³ Av prospektet och årsredovisningen för specialbolaget (år 2016) framgår att specialbolaget förvärvade den kreditportfölj som låg till grund för obligationsemissionen från sitt systerbolag, Svensk Hypotekspension Fond 2 AB. Konsumentlånen hade dock ursprung i moderbolagets (d.v.s. originatorns) kreditgivningsverksamhet.

Enligt den koncernskiss som framgår av prospektet var Svensk Hypotekspension Fond 2 AB att ses som överlåtare i förhållande till följande instrument: den ursprungliga kreditportföljen (eng. *the Initial Portfolio*), den revolverande kreditportföljen (eng. *the Revolving Portfolio*), orderskuldebrev (eng. *Promissory Notes*) och nya orderskuldebrev (eng. *New Promissory Notes*). Systerbolaget tog i sin roll som överlåtare emot försäljningslikviden för dessa.

Originatorn (moderbolaget) var dock att ses som överlåtare i förhållande till ett visst instrument. Utmärkande för detta instrument var att originatorn kunde, efter en förfrågan från en låntagare vars lån utgjorde en underliggande tillgång i den kreditportfölj som överlåtits, tillåta att en ändring eller tillägg gjordes i förhållande till lånet (eng. *Further Advances*). Specialbolaget skulle, efter att ett sådant tillägg godkänts och genomförts, förvärva tillägglånet från originatorn. Om detta inte var möjligt skulle originatorn köpa tillbaka det ursprungliga lånet för vilket ändringen gjorts. Vid dessa överlåtelser var således inte Svensk Hypotekspension Fond 2 AB inblandad.¹⁶⁴

Mellan originatorn och specialbolaget upprättades i samband med transaktionen även ett serviceavtal och manageravtal.¹⁶⁵ Vissa av de administrativa uppgifterna som följde av serviceavtalet valde originatorn att delegera till en sub-servicer, Bluestep Servicing AB.

Originatorn erhöll, liksom i tidigare transaktion, viss ersättning för de tjänster som denne tillhandahöll med anledning av service- och manageravtalet.¹⁶⁶ Serviceavtalet kunde även sägas upp av agenten under vissa förutsättningar, bland annat om ett insolvensförfarande inleddes hos originatorn.¹⁶⁷

Liksom i tidigare transaktion hade SHAB även en möjlighet (och ibland även en skyldighet) att köpa tillbaka konsumentlån från den värdepapperiserade kreditportföljen samt att under vissa förutsättningar tillåta ett galdenårsbyte.¹⁶⁸

¹⁶³ Årsredovisning och förvaltningsberättelse (2018) i Nordax Bank AB (publ) s. 12.

¹⁶⁴ Svensk Hypotekspension Fond 3 AB (publ), Prospektet s. 11 och s. 44.

¹⁶⁵ Svensk Hypotekspension Fond 3 AB (publ), Prospektet s. 44.

¹⁶⁶ Bland annat tjänster för kundtjänst samt hantering av återbetalningar, säkerheter, avtalsbrott och inkasso- och utmättningsförfaranden, se Svensk Hypotekspension Fond 3 AB (publ), Prospektet s. 28 och s. 58.

¹⁶⁷ Svensk Hypotekspension Fond 3 AB (publ), Prospektet s. 58.

¹⁶⁸ Svensk Hypotekspension Fond 3 AB (publ), Prospektet s. 27-30.

5.2.2 Nordax Group

Bolagsgruppen Nordax är ytterligare en aktör på den svenska finansmarknaden som värdepapperiserat konsumentlån genom ett, inom bolagsgruppen upprättat, specialbolag.¹⁶⁹ Nordax har i dagsläget genomfört sex värdepapperiserings-transaktioner genom sitt program ”The Scandinavian Consumer Loan Program” (SCL-programmet) varav den senaste, Scandinavian Consumer Loans VI, genomfördes i september 2017. Transaktionen avsåg en obligationsemission (med säkerhet i en kreditportfölj med norska konsumentlån) vars värde uppgick till 2,2 miljarder NOK. Obligationerna noterades på den irländska börsen.¹⁷⁰ Nordax har dessförinnan genomfört tre värdepapperiseringar med svenska konsumentlån; Scandinavian Consumer Loans (2006), Scandinavian Consumer Loans III (2011) och Scandinavian Consumer Loans V (2015).

5.2.2.1 Originators verksamhet

Nordax Bank AB (publ) (Nordax) är ett helägt dotterbolag till Nordax Group AB (publ). Nordax har vid tidpunkten för denna framställning fyra dotterbolag; Nordax Sverige AB, Nordax Nordic 4 AB (publ), Nordax Sverige 4 AB (publ) och Nordax Nordic 2 AB.

Nordax marknadsför sig som en nischbank som erbjuder privatlån och sparprodukter till privatpersoner i Sverige, Norge, Finland, Danmark och Tyskland. Utlåningen består främst av krediter utan säkerhet men sedan andra kvartalet 2018 bedrivs även utlåning mot säkerhet i bostad i Sverige. Sådan kreditgivning säkerställs med pantbrev i fastigheter alternativt i bostadsrätter.¹⁷¹ Nordax bolån riktar sig främst till kunder med någon form av icke-traditionell inkomst som medför att de inte kvalificerar sig för ett traditionellt lån, exempelvis egenföretaget och visstidsanställda.¹⁷²

De krediter som Nordax värdepapperiserar genom sitt SCL-program består i regel av de icke-säkerställda konsumentlån (ABS’er) som Nordax-gruppens verksamhet genererar. Två av dessa värdepapperiseringstransaktioner ska redogöras för i de följande avsnitten.

5.2.2.2 Värdepapperiseringsstrukturen - SCL III

Den underliggande tillgången i värdepapperiseringen SCL III bestod av svenska icke-säkerställda konsumentkrediter. Nordax Finans AB (publ) hade i transaktionen rollen som originator och överlåtare av kreditportföljen samt servicer och manager i förhållande till de bankkonton som upprättats med anledning av transaktionen. Specialbolaget utgjordes av Nordax Sverige 3 AB (publ) som var

¹⁶⁹ Nordax Group förvärvade i januari 2019 samtliga aktier i SHAB, som därmed utgör ett helägt dotterbolag till Nordax Bank AB (publ).

¹⁷⁰ Pressmeddelande Nordax Bank, 2017-10-05,

(<https://mb.cision.com/Main/12531/2360819/731926.pdf>, hämtad 2019-04-21).

¹⁷¹ Årsredovisning och förvaltningsberättelse (2018) i Nordax Bank AB (publ) s. 8 och s. 44.

¹⁷² Årsredovisning och förvaltningsberättelse (2018) i Nordax Bank AB (publ) s. 7 och s. 19-23.

ett helägt dotterbolag till Nordax Finans AB (publ) vid tidpunkten för transaktionen.¹⁷³

Specialbolaget upprättades endast i syfte att förvärva kreditportföljen och att med denna som underliggande tillgång emittera obligationer. Förvärvet av kreditportföljen finansierades med hjälp av emissionslikviden.¹⁷⁴ Strukturen var revolverande vilket innebar att specialbolaget under en viss tid efter förvärvet av kreditportföljen (eng. *the Initial Portfolio*) skulle förvärva ytterligare lån från originatorn under en viss period och under vissa förutsättningar även efter denna period (eng. *Additional Promissory Notes* och *Further Additional Promissory Notes*).¹⁷⁵

Om originatorn, efter begäran från en låntagare, behövde genomföra vissa ändringar avseende ett lån som ingick i den överlåtna kreditportföljen var originatorn först tvungen att köpa tillbaka det underliggande lånet från specialbolaget. Efter ändringen genomförts utfärdades ett nytt orderskuldebrev (med det nya utökade beloppet) som på nytt förvärvades av specialbolaget. En sådan ändring kunde vara att öka lånebeloppet på en redan beviljad kredit (eng. *Further Advances*).¹⁷⁶ Följande struktur påminner således om den som gör sig gällande i värdepapperiseringen genom SH Fond 3 AB (publ).

I samband med specialbolagets förvärv av kreditportföljen upprättades ett serviceavtal mellan specialbolaget, originatorn och agenten för obligationsinnehavarna. Serviceavtalet innebar att originatorn skötte alla administrativa uppgifter i förhållande till låneavtalen, såsom att underrätta kunderna om bankkonto att göra inbetalning till samt all övrig reskontraverksamhet. Originatorns uppdrag som serviceföretag i förhållande till specialbolaget upphörde om denne skulle komma att bli föremål för ett konkurs- eller utmätningsförfarande.¹⁷⁷

5.2.2.3 Värdepapperiseringsstrukturen - SCL V

Strukturen för SCL V liknar den i ovan transaktion bortsett från att transaktionen genomfördes med ett annat dotterbolag i rollen som specialbolag. Originatorn och överlåtare utgjordes av Nordax Bank AB (publ) och specialbolaget var dess helägda dotterbolag Nordax Sverige 4 AB (publ).¹⁷⁸ Den underliggande tillgången som var föremål för värdepapperisering utgjordes, liksom tidigare, av svenska (icke-säkerställda) konsumentlån och strukturen var även i denna transaktion revolverande. Originatorn var förpliktad att återköpa vissa lån i portföl-

¹⁷³ Nordax Finans AB (publ) heter idag Nordax Bank AB (publ) och Nordax Sverige 3 AB (publ) likviderades i juli 2017.

¹⁷⁴ Se SCL – Scandinavian Consumer Loans III, Prospekt s. 60.

¹⁷⁵ Se SCL – Scandinavian Consumer Loans III, Prospekt s. 6-9 och s. 14.

¹⁷⁶ Se SCL – Scandinavian Consumer Loans III, Prospekt s. 15.

¹⁷⁷ Se SCL – Scandinavian Consumer Loans III, Prospekt s. 59, s. 73 och s. 111-114.

¹⁷⁸ Se SCL – Scandinavian Consumer Loans V, Prospekt s. 11-13.

jen under vissa förutsättningar, bland annat vid fall av gäldenärsbyte eller andra ändringar avseende de underliggande lånen.¹⁷⁹

5.3 Specialbolag upprättat inom koncernen

Samtliga av de värdepapperiseringar som redogjorts för ovan innebär en struktur genom vilken originatorn överlåter en kreditportfölj till ett helägt dotterbolag. Att specialbolaget ägs av originatorn medför en intressekonflikt som har grund i att originatorn har en makt att ensam eller tillsammans med andra, i sin roll som ägare, utöva sitt inflytande över specialbolaget genom beslut på specialbolagets bolagsstämma.¹⁸⁰ I Nordax-transaktionen (SCL V) hanterade man denna intressekonflikt genom att i specialbolagets bolagsordning ta in en skrivning om att styrelsen skulle bestå av minst en oberoende styrelseledamot. I SHAB-transaktionen (SH Fond 1 AB (publ)) valde man istället att hantera intressekonflikten genom en ordning som innebär att obligationsinnehavarnas samtycke skulle inhämtas inför transaktioner och överenskommelser mellan specialbolaget och originatorn.¹⁸¹

Att specialbolaget läggs inom koncernen, vilket innebär att originatorn kommer ha ett fortsatt inflytande i specialbolaget, kan också föranleda att originatorn kan få svårare att bevisa att man verkligen genomfört en verklig överlåtelse av kreditportföljen, en s.k. *true sale*. För att en överlåtelse i samband med en värdepapperiseringstransaktion ska ses som en *true sale* (traditionell värdepapperisering) krävs att äganderätten vad gäller de underliggande exponeringarna övergår till specialbolaget, som är emittent i värdepapperiseringsprocessen. Detta innebär att överlåtelsen måste vara fullständigt genomförd och motsvara ett verkligt omsättningsköp.¹⁸² Överlåtelsen får således inte belastas av villkor eller på något annat sätt vara svävande och originatorn får inte heller ha åtagit sig att återförvärva de överlåtna fordringarna.¹⁸³ Konsekvenserna av en *true sale*, i jurisdiktioner där avtalsprincipen tillämpas för denna typ av förvärv, är att specialbolaget, vid originatorns konkurs- eller utmättningsförfarande har ett skydd för sitt förvärv mot originatorns konkurs- eller utmättningsborgenärer. För att styrka att en riktig överlåtelse faktiskt kommit till stånd är det inte ovanligt att parterna till en transaktion låter en extern part, i regel en advokatbyrå, utfärda en opinion (eng. *true-sale opinion letter*) som intygar att en äkta överlåtelse kommit till stånd.

¹⁷⁹ Se SCL – Scandinavian Consumer Loans V, Prospekt s. 21 f. och s. 63.

¹⁸⁰ Se Svensk Hypotekspension Fond 1 AB (publ), Prospekt s. 16, Svensk Hypotekspension Fond 3 AB (publ), Prospektet s. 9 och SCL – Scandinavian Consumer Loans V, Prospekt s. 67 och s. 76.

¹⁸¹ Se SCL – Scandinavian Consumer Loans V, Prospekt s. 67 och s. 76 och Svensk Hypotekspension Fond 1 AB (publ), Prospekt s. 98.

¹⁸² Fabozzi och Kothari, Introduction to Securitization s. 9 och s. 141.

¹⁸³ Månsson & Andersson (red.), Värdepapperisering – Securitisation s. 92.

Bedömningen huruvida en överlåtelse mellan koncernbolag verkligen är att ses som en *true sale* blir i länder som tillämpar avtalsprincipen lika avgörande som rådighetsavskärnandebedömningen blir i svensk rätt. I svensk rätt aktualiseras därför, utöver frågan om en *true sale* kommit till stånd, även frågan om en sakrättsligt giltig överlåtelse ägt rum mellan moderbolaget och dotterbolaget. Denna bedömning kan påverkas av att överlåtelsen sker mellan två bolag inom samma koncern som eventuellt även har gemensamma ställföreträdare.¹⁸⁴

Sammanfattningsvis kan sägas att det i en värdepapperiseringstransaktion finns självklara fördelar för originatorn att upprätta ett specialbolag inom koncernen med tanke på den kontroll och insyn som originatorn då har i specialbolaget. Detta eftersom en sådan insyn och kontroll förenklar processen kring originatorns fortsatta administration avseende de överlåtna fordringarna och den kontinuerliga kontakt som bevisligen föreligger mellan originatorn och specialbolaget även efter överlåtelsen.

5.4 Strukturens betydelse vid konkurs eller utmätning

I de värdepapperiseringstransaktioner som redogjorts för ovan har specialbolaget och agenten för obligationsinnehavarna vidare förbehållits rätten att vid originatorns eventuella konkurs eller utmätning förfarande omedelbart säga upp serviceavtalet med originatorn. Transaktionerna har även haft en struktur som inneburit att de ändringar som genomförts i förhållande till ett visst lån genomförts av originatorn som sedan överlåtit detta till specialbolaget som ett tilläggs lån i förhållande till de ursprungliga lånet. Värdepapperiseringstransaktionerna visar i detta avseende på olika tekniska lösningar som torde avse skydda specialbolaget och indirekt även obligationsinnehavarna vid ett eventuellt exekutionsförfarande hos originatorn. Ett ytterligare exempel på en sådan teknik är den struktur som används i SH Fond 3 AB (publ) som innebär att originatorn överlåter fordringarna till ett dotterbolag som i sin tur överlåter fordringarna till sitt systerbolag (specialbolaget). Det är inte omöjligt att en domstol vid en prövning av originatorns fortsatta rådighet skulle anse att strukturen är att ses som ett kringgående av det inom sakrätten uppställda kravet på rådighetsavskärnande och därför underkänna densamma, trots att överlåtelsen av fordringarna skett i flera led och originatorn således inte formellt sett är att ses som överlåtare. Särskilt då fordringarna aldrig lämnar bolagsgruppen bör ett sådant kringgående kunna misstänkas eftersom detta innebär att fordringarna förvärvas av någon som är närstående till bolaget och som eventuellt även har samma ställföreträdare som överlåtaren.¹⁸⁵ Den sakrättsliga bedömningen av

¹⁸⁴ Se NJA 2007 s. 413 som avsåg en inkrämsöverlåtelse mellan två bolag med gemensam representant. HD uttalade i detta fall att det är tillräckligt att överlåtarens rådighet över egendom blir i väsentlig grad avskuren för att förvärvet ska erhålla sakrättsligt skydd.

¹⁸⁵ Sådan var situationen i bland annat NJA 2008 s. 684.

sådana närståendetransaktioner kommer att redogöras för i nästkommande kapitel.

6 Originatorns fortsatta rådighet

6.1 Inledning

I detta kapitel ska originatorns fortsatta rådighet i förhållande till de enkla fordringar som denne överlåtit till ett specialbolag i samband med en värdepapperiseringstransaktion analyseras ur ett sakrättsligt perspektiv, vilket innefattar en genomgång av rådighetsavskärandets utveckling i såväl praxis som doktrin.

6.2 Motiven bakom en fortsatt rådighet för originatorn

Att originatorn i de flesta fall är mån om att behålla viss administration i förhållande till de överlåtna fordringarna beror delvis på att specialbolaget i regel inte har några egna anställda.¹⁸⁶ Specialbolaget saknar således de resurser och den kompetens som krävs för att ombesörja dels den löpande hanteringen vad gäller fordringarna i kreditportföljen och dels den eventuella refinansieringen av dessa.¹⁸⁷ Originatorn är vidare i de flesta fall beroende av en fortsatt administration för att kunna bibehålla en god kontakt med sina kunder, i regel fordringsgäldenären som ska prestera enligt avtalet.¹⁸⁸ Enligt FI behåller bankerna normalt sin vanliga kontakt med låntagarna då banken genomför värdepapperiseringstransaktioner i rollen som originator för att på lång sikt vårda relationen med låntagaren och skapa bästa möjliga förutsättningar för framtida affärsmöjligheter. Bankerna är av denna anledning fortsatt ansvariga för kommunikationen och administrationen även i förhållande till de låntagare vars krediter ingår i en värdepapperiseringsprocess. Kunderna är, enligt FI, ofta inte ens är medvetna om att en värdepapperiseringstransaktion har ägt rum.¹⁸⁹

Originatorns roll som fortsatt ansvarig över fordringarna kan som ovan visat komma till uttryck genom ett service- eller administrationsavtal som reglerar villkoren för den fortsatta administrationen.¹⁹⁰ Parter till ett sådant avtal är i regel originatorn och specialbolaget men det är inte heller ovanligt att även

¹⁸⁶ Månsson & Andersson (red.), *Värdepapperisering – Securitisation* s. 25.

¹⁸⁷ Månsson & Andersson (red.), a.a. s. 70 f.

¹⁸⁸ Se vidare Nydrén, *Om kreditrisker och juridiska aspekter vid värdepapperisering* s. 237.

¹⁸⁹ Se Remisspromemoria, FI:s kapitalbedömningsmetod vid värdepapperisering inom pelare 2 s. 19 f.

¹⁹⁰ Prop. 2000/01:19 s. 10.

agenten för obligationsinnehavarna är part till avtalet. I artikel 2.13 i värdepapperiseringsförordningen definieras ett serviceföretag som ”en enhet som dagligen förvaltar en grupp förvärvade fordringar eller de underliggande kreditexponeringarna.” Det är i regel originatorn som har rollen som serviceföretag men så behöver nödvändigtvis inte vara fallet.¹⁹¹

6.3 Rådighetsavskärandets utveckling i praxis och doktrin

Traditionellt sett har uppställts ett långtgående krav på egendomens besittningsövergång (från överlåtare till förvärvare) för att ett förvärv ska skyddas sakrättsligt.¹⁹² Idag har, genom en utveckling i praxis och doktrin, rådighetsavskärandet blivit normen för bedömningen av huruvida en överlåtelse (eller pantsättning) erhåller sakrättsligt skydd eller inte.¹⁹³ Övergången till kravet på ett rådighetsavskärande framstår som rimlig med tanke på att flertalet förvärv idag avser abstrakta föremål vilket gör det problematiskt att prata i termer om fysisk besittning.¹⁹⁴

Göranson har i sitt bidrag till festskriften till Håstad spårat rådighetsavskärandets inträde i svensk lagstiftning till motiven till 1936 års SkbrL. I anslutning till 31 § framgår att denuntiation som sakrättsligt moment vid överlåtelse eller pantsättning av en enkel fordring har samma rådighetsavskärande funktion som besittningsövergången för lösöre.¹⁹⁵ Den grundläggande tanken bakom genomförandet av ett sakrättsligt moment är således att överlåtaren ska förlora rådigheten över den överlåtna egendomen. Det finns dock inte något krav på att förvärvaren ska ha fått en egen rådighet.¹⁹⁶

I näringslivet förekommer inte sällan olika affärsmodeller vars struktur medför en osäkerhet kring när, om alls, kravet på rådighetsavskärande kan anse vara uppfyllt. En värdepapperiseringsstruktur som medför att en originator agerar såsom serviceföretag i förhållande till de fordringar som denne överlåtit är ett tydligt exempel på en affärsmodell som väcker sådana sakrättsliga frågor. Problematiken ligger främst i huruvida specialbolaget genomfört ett sakrättsligt

¹⁹¹ Fabozzi och Kothari, Introduction to Securitization s. 9.

¹⁹² Se bland annat NJA 1949 s. 164, NJA 1958 s. 422, NJA 1972 s. 246, NJA 1980 s. 197, NJA 1983 s. 103 och Hessler, Allmän sakrätt s. 99.

¹⁹³ Se bland annat NJA 1986 s. 217, NJA 1989 s. 705, NJA 1996 s. 52, NJA 1998 s. 379, NJA 2007 s. 413, NJA 2010 s. 154 och Göranson, Besittning och rådighet – är det samma sak? s. 210.

¹⁹⁴ Se bland annat NJA 1989 s. 705 om egendom som på grund av sin beskaffenhet utesluter resonemang om fysisk besittning, nämligen medel på bankkonto, vilket medförde att HD istället resonerar i termer av rådighet, se även Wallin-Norman, Kontorrätt s. 143.

¹⁹⁵ Göranson, Besittning och rådighet – är det samma sak? s. 212 (hänvisar vidare till NJA II 1936 s. 114).

¹⁹⁶ Lindskog, Om legitimation och sakrättsligt skydd vid överlåtelse av enkel fordring s. 115 och Myrdal, Oklarheter med traditionsprincipen s. 78.

giltigt förvärv då överlåtaren, originatorn, tillåts ha en fortsatt rådighet i förhållande till överlåten egendom. Det inom sakrätten uppställda kravet på rådhetsavskärande har varit föremål för prövning i HD i flertalet fall. Några av dessa fall ska redogöras för i det följande.

6.3.1 Investorleasing

Investorleasing är en affärsmodell som, beroende på upplägg, kan aktualisera en liknande problematik som den som gör sig gällande vid en värdepapperiseringstransaktion.

Investorleasing har sin grund i upplägget för sedvanlig leasing som innebär att en leasinggivare, ofta ett finansbolag, köper ett objekt från en leverantör som denne sedan hyr ut till en leasingtagare. Leasinggivaren har vid leasingtagarens konkurs separationsrätt till objektet, trots att leasinggivaren i många fall aldrig ens har haft objektet i sin besittning. Av HD:s domskäl i NJA 2009 s. 79 framgår att ett förfogandemedgivande för leasingtagaren inte medför att leasinggivarens separationsrätt går förlorad, förutsatt att förfoganderätten inte utnyttjats innan dess att leasingtagaren går i konkurs.¹⁹⁷ I rättsfallet hänvisar HD till den inom civilrätten grundläggande principen om att äganderätt, och därmed separationsrätt, ska bestå i de fall någon besitter annans egendom med fri förfoganderätt men utan att (ännu) ha laga fång till den.¹⁹⁸

Investorleasing involverar, till skillnad från sedvanlig leasing, även en tredje part i form av en investör. Investorn förvärvar äganderätten till leasingobjekten och vidhängande leasingavtal från leasinggivaren. För investorn, som inte sällan utgörs av ett industriföretag, framstår affärsmodellen som attraktiv eftersom att denne därmed förvärvar egendom som utgör avskrivningsunderlag. Överlåtelsen vinner sakrättsligt skydd genom att berörd leasingtagare underrättas om att överlåtelsen ägt rum. Investorn kan i samband med överlåtelsen antingen ta över administrationen av leasingavtalen från överlåtaren alternativt ge i uppdrag åt denne att fortsatt sköta administrationen.¹⁹⁹ Investorleasing aktualiserar på så sätt, till skillnad från sedvanlig leasing, inte endast frågan om bibehållen äganderätt (för leasinggivaren) utan även förvärvad äganderätt (för investorn). Strukturen bakom investorleasing blev särskilt uppmärksam i samband med HD:s avgöranden i två fall under 1995; NJA 1995 s. 367 I & II (Investorleasingfallen). Omständigheterna i de två fallen ska redogöras för i följande avsnitt.

¹⁹⁷ Till skillnad från vad som gäller vid kreditköp med återtagandeförbehåll, där ett förfogandemedgivande medför att överlåtarens separationsrätt omedelbart går förlorad.

¹⁹⁸ Denna grundläggande princip har även kommit till uttryck i lagtext genom 23 § första stycket KomL (tidigare 53 §) där det framgår att en kommittent förblir ägare till varor som har lämnats till kommissionären för försäljning till dess att äganderätten övergår till tredje man eller, vid självinträde, till kommissionären. På samma sätt består en pantsättares separationsrätt till pantsatt egendom till dess en pantshavare utnyttjar sin eventuella förfoganderätt (s.k. pignus irregulare).

¹⁹⁹ Se föredragande i NJA 1995 s. 367 II och SOU 1994:120.

6.3.1.1 NJA 1995 s. 367 I

Omständigheterna i NJA 1995 s. 367 I var sådana att bolaget Obligentia Finans AB (Obligentia), som bedrev leasingverksamhet, överlät leasingobjekt och vidhängande leasingavtal till en investör. Obligentia åtog sig att, för investorns räkning, fortsatt sköta vissa administrativa uppgifter i förhållande till leasingobjekten bestående i att under leasingtiden ombesörja fakturering och betalningspåminnelser gentemot leasingkunden samt att månatligen redovisa beloppen till investorn. Berörda leasingtagare underrättades om överlåtelsen i ett meddelande i vilket det även framgick att Obligentia fortsatt skulle sköta administrationen avseende leasingavtalet och att leasingtagaren därför fortsatt kunde betala till Obligentia med befriande verkan. I Obligentias konkurs uppstod frågan om konkursboet eller investorn hade bättre rätt till leasingobjekten och vidhängande leasingavtal.

HD ansåg, till skillnad från underrätterna, att frågan om överlåtelsens sakrättsliga giltighet först och främst aktualiserade frågan om det kan göras någon skillnad mellan dels rätten till leasingobjekten och dels rätten till den avkastning som följer av leasingobjekten. I detta avseende slår HD fast att leasingegendomen är att ses som huvudsaken och att avkastningen således följer med denna. Detta medför att om en borgenär har företrädesrätt till ett objekt har denne även automatiskt företrädesrätt till den avkastning som följer av objektet, även om avkastningen utfaller efter konkursbeslutet. En borgenär som kunde åberopa en verksam separationsrätt till ett leasingobjekt hade därmed också en separationsrätt till leasingavtalen.

Enligt HD var det i detta fall inte helt klart hur den denuntiation som ägt rum tolkats av leasingkunderna, men att det i vart fall måste ha framstått som klart att Obligentia numera fungerade som uppdragstagare i förhållande till investorn. För att avgöra huruvida denuntiationen var godtagbar (trots meddelandet om att överlåtaren skulle fungera som uppdragstagare i förhållande till förvärvaren) tittade HD först och främst på denuntiationens syfte och funktion. HD slog i detta avseende fast att det står klart att en överlåtare i samband med en överlåtelse ska förlora sin förfogandelegitimation i förhållande till överlätten egendom men att det däremot inte står klart att denne även måste förlora sin betalningslegitimation i förhållande till densamma. Enligt HD kan ett sådant krav varken anses följa av lag eller uttalanden i lagförarbeten. Den fråga som är av betydelse enligt HD är istället om denuntiationen fortfarande kan anses uppfylla sin funktion, d.v.s. att förhindra skentransaktioner, då den innehåller ett meddelande om att egendom får utlämnas till överlåtaren som mottar denna i egenskap av uppdragstagare. HD ansåg att så var fallet eftersom denuntiationen, trots överlåtarens fortsatta rådighet, innebar en yttre manifestation som försvårade överlåtarens möjlighet att genomföra efterhandskonstruktioner samt att den även överflyttade förfogandelegitimationen från överlåtaren till förvärvaren. Med förfogandelegitimation avses i detta sammanhang rätten att överläta eller pantsätta egendomen. Investorn hade även rätt att närsomhelst meddela

fordringsgäldenären att överlåtarens uppdrag upphört och att de prestationer som följde av leasingavtalet fortsättningsvis skulle fullgöras direkt till investorn. Med beaktande av detta vägde det enligt HD mindre tungt att överlåtaren, på grund av denuntiationens utformning, erhöll ett visst sken av rådighet.

6.3.1.2 NJA 1995 s. 367 II

Omständigheterna i NJA 1995 s. 367 II liknar de i föregående mål. Obligentia träffade avtal med en investorn om s.k. tvåpartsleasing som innebar att Obligentia överlät samtliga leasingobjekt och rättigheter till vidhängande leasingavtal till investorn. Ett administrationsavtal träffades mellan Obligentia och investorn i samband med ingåendet av överlåtelseavtalet. Administrationsavtalet innebar att Obligentia fortsatt skulle, för investorns räkning, ombesörja avisering och inkassering av leasingavgifter. Leasingavgifterna skulle efter inkassering redovisas till investorn och ett klientmedelskonto öppnades därför upp för detta ändamål. Efter överlåtelsen pantsatte investorn samtliga rättigheter som följde av leasingavtalen hos S-E-Banken. Leasingtagarna denuntierades om både överlåtelsen och pantsättningen genom dels en skrivelse som undertecknats av både Obligentia och investorn samt ett meddelande från S-E-Banken. Av underrättelserna framgick att Obligentia fortsatt skulle inkassera leasingavgifterna och att detta skulle ske för S-E-Bankens räkning. Vidare framgick att banken med omedelbar verkan kunde avsluta Obligentias uppdrag samt att kunden under leasingtiden inte fick utlämna leasingegendom till någon annan än banken utan dennes medgivande. När Obligentia sedermera gick i konkurs blev frågan, liksom i tidigare fall, om konkursboet eller investorn hade bättre rätt till leasingegendomen samt den avkastning som utfallit före respektive efter konkursbeslutet.

Enligt HD hade en godtagbar denuntiation ägt rum i samband med underrettsen till leasingkunderna och investorns förvärv var därför sakrättsligt skyddat mot Obligentias borgenärer. Liksom i tidigare fall utgick HD från att leasingegendomen var att ses som huvudsaken och att rätten till avkastningen från leasingavtalen således följde med rätten till egendomen. Till skillnad från tidigare fall gick HD dock i detta fall vidare in på frågan huruvida överlåtelsen av själva leasingavtalen erhållit sakrättslig verkan trots att denuntiationen inneburit att en tredje man fortsatt kunde prestera till överlåtaren (som uppdragstagare i förhållande till förvärvaren). HD ansåg att denuntiationen, trots ovan angiven innebörd, fortfarande kunde anses uppfylla sin funktion i att motverka efterhandskonstruktioner till nackdel för borgenärerna. Det stod även klart att denuntiationen i detta fall överflyttat förfogandelegitimationen avseende egendomen från överlåtaren (Obligentia) till förvärvaren (investorn). Investorn kunde även med omedelbar verkan säga upp uppdragsavtalet och styra om inbetalningarna. Det vägde därför mindre tungt att Obligentia erhöll ett visst sken av rådighet i samband med administrationen. Även leasingavtalen hade därför överlåtits med sakrättslig verkan mot Obligentias borgenärer.

HD prövade även frågan om sammanblandning skett med Obligentias egna medel på ett sätt som medfört att investorns separationsrätt gått förlorad. HD ansåg dock att konkursboet i detta fall inte lyckats styrka att så var fallet.

6.3.1.3 Slutsatser

I NJA 1995 s. 367 I prövade HD endast överlåtarens fortsatta rådighet i förhållande till de överlättna leasingobjekten (d.v.s. det faktum att en leasingkund tilläts återlämna leasingegendom till överlåtaren trots att en överlåtelse av dessa ägt rum). Att prövningen avgränsades på så sätt motiverades av det faktum att HD inledningsvis konstaterade att separationsrätten till leasingobjekten även innebar en automatisk separationsrätt till den avkastning som följde av leasingavtalen. Överlåtarens fortsatta rådighet i förhållande till leasingavtalen behövde därför inte prövas separat.

I NJA 1995 s. 367 II var situationen densamma, men HD valde att i detta fall även pröva den specifika frågan om leasingavtalen överlätits med sakrättsligt giltig verkan gentemot Obligentias borgenärer. HD kom i detta avseende fram till att ett sakrättsligt fullbordat förvärv hade kommit till stånd trots bibehållen mottagande- och betalningslegitimation för överlåtaren, med hjälp av i princip samma resonemang som i det tidigare fallet.

Sammanfattningsvis kan om de två fallen sägas att det rådighetssken som följer av en fortsatt administration inte innebär att det sakrättsliga skyddet går förlorat om (i) en denuntiation ägt rum och denna innebär en yttre manifestation som motverkar genomförandet av borgenärsbedrägerier i form av efterhandskonstruktioner (ii) förfogandelegitimationen avseende den överlättna egendomen har flyttats från överlåtaren till förvärvaren och (iii) förvärvaren med omedelbar verkan kan avsluta det uppdragsförhållande som råder mellan denne och överlåtaren och därefter fortsättningsvis själv vara mottagare av de inbetalningar som följer av leasingavtalen.

Det rådighetssken som HD hänvisar till syftar troligtvis till att överlåtaren i dessa fall tilläts att i viss mån råda över överlåttna egendom men för förvärvarens räkning och således inte för egen del.²⁰⁰

6.3.2 Borgenärsskydd vid närståendetransaktioner

Investorleasingfallen är väl omtalade i doktrin då de tydligt visar på HD:s utveckling mot en mindre formalistisk inställning vad gäller kravet på rådighetsavskärande. Denna utveckling visar sig även i vissa av de rättsfall som följer i tiden efter investorleasingfallen.

Dessa fall, som ska redogöras för i det följande, berör alla i viss mån närståendetransaktioner. Myrdal bedömer överlåtelser och panträttsupplåtelser mellan närstående som högrisktransaktioner utifrån ett borgenärsskyddsperspektiv.

²⁰⁰ Se bland annat Zackariasson, Borgenärsskydd och specialitet s. 148 f.

Detta eftersom att borgenärsbedrägerier får anses vara lättare att genomföra, om inte själv, så genom någon som är gäldenären närstående.²⁰¹ Sammanfattningsvis har HD, trots de risker som ostridigt föreligger ur borgenärsskyddshänsyn vid genomförandet av närståendetransaktioner, i flertalet fall ändå medgett borgenärsskydd trots avsaknaden av fullt rådighetsavskärande.

6.3.2.1 Överlåtelse mellan familjemedlemmar

I NJA 1998 s. 545 fann HD att överlåtelse av ideell andel i lösöre mellan far och son vinner sakrättsligt skydd redan i och med överlåtelseavtalet, förutsatt att överlåtaren och förvärvaren har en gemensam besittning till egendomen i fråga. Enligt HD skulle ett krav på besittningsförändring i dessa fall förhindra eller i vart fall starkt försvåra transaktioner som innebär överlåtelse av ideell andel i lösöre. HD anför även att risken för borgenärsbedrägerier och liknande kringgåenden inte ska överdrivas. Att det i detta fall var överlåtelse genom gåva föranledde inte någon annan bedömning, trots att HD betonar att risken för skentransaktioner och andra illojala handlingar är särskilt stor vid fall av gåva. HD:s uttalanden i NJA 1998 s. 545 är en omsvängning i förhållande till tidigare rättsfall, bland annat NJA 1987 s. 3 som berörde sakrättsligt skydd vid överlåtelse av andel i travhäst, i vilket HD fann att andelsöverlåtelser måste kräva en besittningsändring (eller motsvarande åtgärd) eftersom det annars uppstår stora svårigheter att tillvarata borgenärernas rätt.

6.3.2.2 Överlåtelse eller pantsättning vid gemensam ställföreträdare

I NJA 2000 s. 88 hade ett bolag tagit upp ett lån mot säkerhet i företagshypotek. Långgivaren och panthavaren utgjordes av bolagets (låntagarens) ensamma aktieägare. HD fann att den omständigheten att ett bolag överlämnar en pant till en person med rätt att företräda bolaget inte hindrar att en sakrättsligt skyddad pant kan komma till stånd, förutsatt att panthavaren tar emot panten i egenskap av panthavare som har en fordran på bolaget och inte i egenskap av företrädare för panthavaren. Eftersom långgivaren i detta fall hade mottagit ett företagsinteckningsbrev som säkerhet för den av honom givna krediten och förvarat detta i sin bostad fram till konkursutbrottet hade bolaget frånhänts rådigheten över panten i tillräcklig grad.²⁰² Panthavaren hade i detta fall ett egenintresse av transaktionens fortsatta giltighet och saknade med anledning av detta motiv att förfoga över panten till förmån för pantsättaren, trots att det fanns en faktisk möjlighet att göra det. JustR Svensson tillade för egen del att frågan om en sakrättsligt skyddad panträtt uppkommit utvecklats till att omfatta

²⁰¹ Myrdal Oklarheter med traditionsprincipen s. 1084 f.

²⁰² Jfr med NJA 1972 s. 246 där HD uttalade att om panten innehas av någon som är representant för både pantsättaren och panthavaren har pantsättaren inte frånhänts panten i tillräcklig grad för att en sakrättsligt skyddad panträtt ska uppkomma.

främst frågan huruvida en pantsättare avskurits från normal förfogademöjlighet över panten.

Även NJA 2007 s. 413 rör frågan om sakrättsligt skydd för en närstående-transaktion. I fallet hade ett bolag som ägnade sig åt bilförsäljning låtit upprätta ett nytt bolag till vilket man överlätit hela bolagets inkräm. Syftet bakom överlåtelserna torde varit att fortsatt kunna bedriva rörelsen men utan en belastning av merparten av leverantörsskulden. Vid överlåtarens konkurs uppstod frågan om överlåtelserna erhållit sakrättsligt skydd. HD uttalade i detta fall, angående kravet på rådighetsavskärning, att ett tillräckligt rådighetsavskärning kan komma till stånd även fast samma person är ställföreträdare för både det överlåtande bolaget samt det förvärvande bolaget. HD framhävde i domskälen de fördelar som rent kommersiellt föreligger med en inkrämsöverlåtelse samt vikten av att kunna genomföra sakrättsligt giltiga närståendetransaktioner. HD redogjorde även för den skyldighet ställföreträdaren haft att i detta fall iaktta intressena hos det nya bolaget samt de straff- och skadeståndsrättsliga ansvar en ställföreträdare kan komma att ställas inför om denne agerar i strid med överlåtelserna.²⁰³ I detta avseende hänvisade HD till ansvar för förskingring och trolöshet mot huvudman enligt 10 kap. 1 och 5 §§ BrB. Däremot ansågs inte tillräckligt att en överlåtare eller pantsättare skulle anses vara frånhänd rådigheten om han eller hon i egenskap av överlåtare eller pantsättare riskerade göra sig skyldig till olovligt förfogande enligt 10 kap. 4 § BrB.

Kravet på rådighetsavskärning ansågs i detta fall vara uppfyllt i samband med att ett obligationsrättsligt giltigt överlåtelseavtal upprättades och ingicks av parterna, förvärvaren anmäldes som ny ägare till fordonregistret samt att information om överlåtelserna infördes i båda bolagens bokföring.²⁰⁴

Situationen i NJA 2008 s. 684 påminner om den i NJA 2007 s. 413. Ett bolag hade i detta fall överlätit lösöre till ett finansbolag. Lösöret skulle inte traderas till finansbolaget utan utlämnas direkt till finansbolagets leasingtagare. Överlåtarens var leasingtagarbolagets ägare och även styrelseledamot och firmatecknare i detta bolag. Frågan i HD var huruvida överlåtarens på grund av detta inflytande i leasingtagarbolaget blivit i tillräcklig grad avskuren sin rådighet i förhållande till det överlättna lösöret. HD ansåg att så var fallet eftersom att styrelseledamöterna och firmatecknarna i leasingtagarbolaget, vid hanteringen av det överlättna lösöret, hade en skyldighet att iaktta bolagets intressen framför moderbolagets intressen, samt att representanterna för leasingtagarbolaget skulle kunna komma att omfattas av ett straff- eller skadeståndsrättsligt ansvar om de, utan finansbolagets tillåtelse, utlämnade lösöret till överlåtarens (moderbolaget).

²⁰³ Se 10 kap. 1 § BrB.

²⁰⁴ Henriksson, Sakrättsliga moment och deras ekonomiska konsekvenser, s. 74-76.

6.3.2.3 Slutsatser

Rättsfallen ovan innebär att sakrättslig fullbordan för överlåtelse eller panträttsupplåtelse mellan närstående är möjlig, trots att överlåtaren eller pantsättaren (eller en representant för denne) rent faktiskt kunnat råda över överlåten eller pantsatt egendom, förutsatt att denne i den enskilda situationen haft ett tillräckligt egenintresse i att inte utnyttja denna möjlighet.²⁰⁵ HD lägger i dessa fall vikt vid det straff- och skadeståndsrättsliga ansvar som kan bli aktuellt för en innehavare av egendomen, som varken är förvärvare eller panthavare utan endast en representant för denne, och som på grund av sitt uppdrag är tvungen att tillvarata förvärvarens eller panthavarens intressen. HD hänvisar i ovan fall även till vikten av att kunna genomföra legitima transaktioner trots att de sker mellan närstående.

Zackariasson framför i samband med en redogörelse för ovan rättsfall en teori om att ett hot om ansvar för förskingring eller trolöshet mot huvudman enligt 10 kap. 1 och 5 §§ BrB är tillräckligt för att borgenärsskydd ska föreligga. Hon menar på så sätt att en borgenär kan säkerställa separationsrätt för sitt förvärv så fort denne skaffat sig en position som är väl skyddad mot otillåtna förfoganden från gäldenärens sida.²⁰⁶ Myrdal anser dock att den straffrättsliga relevans som Zackariasson pekar på är inskränkt till att omfatta endast ombudsfall och att HD:s hänvisning till förvärvarombudets straff- och skadeståndsrättsliga ansvar i ovan rättsfall endast kommer in i bilden på grund av förvärvarombudets intresse av att undvika ett sådant ansvar. Han anför vidare att ”hade det i den enskilda situationen funnits något annat starkt intresse för ombudet att inte återlämna egendomen till överlåtaren hade, såvitt kan utläsas av domen, även det kunnat beaktas.”²⁰⁷ Myrdal anför vidare för egen del att rådighetsavskärandet bör innebära att en överlåtare ska ha avskurits möjligheten att bruka egendomen alternativt ha fått sin betalnings- eller mottagandelegitimation avskuren. Däremot har, enligt Myrdal, förlusten av förfogandelegitimationen i princip en obefintlig avhållande effekt på viljan att skenhandla och han ställer sig frågan varför någon först skulle vilja skenhandla för att därefter allvarligt överlåta.²⁰⁸ Även Göranson ställer sig tveksam till HD:s bruk av straffrättsliga rekvisit i ett sakrättsligt sammanhang och konstaterar att en tillämpning av rekvisiten för förskingring leder till en uppenbar fara för cirkelresonemang eftersom förskingring ställer krav på att mottagaren ska ha fått egendom i sin besittning.²⁰⁹

Som ovan redogjorts för lägger HD vid investiorleasingfallen främst vikt vid att förfogandelegitimationen ska vara avskuren i förhållande till överlåten egen-

²⁰⁵ Se Hästads tillägg i NJA 2008 s. 684.

²⁰⁶ Zackariasson, Borgenärsskydd och specialitet s. 145 och s. 148.

²⁰⁷ Myrdal, Oklarheter med traditionsprincipen s. 1085 (not. 51).

²⁰⁸ Myrdal, a.a. s. 1078 f.

²⁰⁹ Göranson, Besittning och rådighet – är det samma sak? s. 219.

dom, men att det inte framgår av lag eller förarbetsuttalanden att även betalningslegitimationen behöver vara avskuren för erhållande av borgenärsskydd.

6.4 Analys av borgenärsskyddet vid värdepapperisering

Det kan, efter ovan redogörelse för praxis och doktrin, konstateras att det inte är helt klart vad som gäller i frågan om kravet på rådighetsavskärande i samband med överlåtelse eller panträttsupplåtelse. Sammanfattningsvis kan dock sägas att det rådighetssken som följer av att ett uppdragsförhållande ingåtts mellan en leasinggivare och en investör avseende leasinggivarens fortsatta administration i förhållande till överlåtten egendom inte hindrar att en sakrättsligt skyddad överlåtelse kan komma till stånd. Vidare är sakrättslig fullbordan för överlåtelse eller panträttsupplåtelse mellan närstående möjlig, trots att överlåtaren eller pantsättaren (eller en representant för denne) rent faktiskt kunnat råda över överlåtten eller pantsatt egendom, förutsatt att denne i den enskilda situationen haft ett tillräckligt egenintresse i att avstå denna möjlighet.²¹⁰ Det står således klart att det idag inte uppställs något fullständigt krav på rådighetsavskärande förutsatt att en godtagbar denuntiation företagits.²¹¹

HD:s bedömning av kravet på rådighetsavskärande i ovan rättsfall ger i min mening stöd för att en liknande bedömning skulle kunna bli aktuell för den rådighet som aktualiseras för en originator i samband med värdepapperisering. Originatorns intresse av en fortsatt administration påminner om leasinggivarens som även denne genererar de fordringar som ger upphov till avkastning och som sedermera blir föremål för överlåtelse. Rättsfallen som berör närståendetransaktioner ger även stöd för att sakrättslig fullbordan är möjlig då samma person eller personer är ställföreträdare för såväl originatorn som specialbolaget (vilket är en situation som torde aktualiseras främst då originatorn och specialbolaget ligger inom samma koncern) trots att originatorn behåller den faktiska möjligheten att råda över fordringarna. Originatorn måste, för specialbolagets erhållande av sakrättsligt skydd, ha ett tillräckligt egenintresse av att hålla fast vid transaktionen. Originatorn får, vid en värdepapperiseringstransaktion, anses ha ett sådant intresse av att inte förfoga över fordringarna på ett sätt som åsidosätter förvärvarens (specialbolagets) rätt. Originatorn får vidare anses ha en skyldighet att iaktta de förpliktelser som följer av uppdragsavtalet med specialbolaget.

För att sakrättsligt skydd ska kunna motiveras krävs vidare, i enlighet med investörleasingfallen, att en denuntiation äger rum som medför ett förhindrande av borgenärsbedrägerier. Genom en underrättelse till de fordringsägare vars fordringar ingår i den kreditportfölj som värdepapperiseras uppnås kravet på en yttre manifestation som avser motverka genomförandet av handlingar som

²¹⁰ Jfr. med HD:s domskäl i NJA 1986 s. 409.

²¹¹ Henriksson, Sakrättsliga moment och deras ekonomiska konsekvenser s. 87.

är till skada för originatorns borgenärer. Transaktionen och förutsättningarna för denna blir även offentliga i samband med att det prospekt som upprättas i samband med en sådan transaktion offentliggörs.

Av investorleasingfallen framgår vidare att sakrättslig skydd förutsätter att värdepapperiseringsstrukturen medför att originatorns förfogandelegitimation övergår från denne till specialbolaget, med vilken avses rätten att pantsätta eller överlåta fordringarna. Vidare krävs att specialbolaget med omedelbar verkan kan avsluta det uppdragsförhållande som råder mellan denne och originatorn. Som ovan värdepapperiseringstransaktioner visar (kap. 5) följer en sådan rätt för förvärvaren ofta redan genom serviceavtalet. Förutsatt att de krav som framgår av investorleasingfallen uppfylls bör ett sakrättsligt skydd kunna uppnås och bibehållas för originatorn i samband med värdepapperisering.²¹²

I min mening är det dock osäkert om HD:s uttalanden i investorleasingfallen helt undantagslöst kan tillämpas på värdepapperiseringstransaktioner där en originator tillåts en fortsatt rådighet. Det är i detta avseende viktigt att notera att de uppgifter som blir föremål för prövning i investorleasingfallen synes ha varit sådana uppgifter som är att ses som främst administrativa. Såsom ovan värdepapperiseringstransaktioner visar kan det i praktiken bli aktuellt för en originator att även genomföra uppgifter som går utöver för vad som kan anses vara sådana rent administrativa uppgifter, exempelvis bevilja gäldenärsbyten eller en utökad kredit. Lindskog bedömer att ett beslut om gäldenärsbyte i princip innebär en novation, d.v.s. att penningfordran upphör och att bytet stiftar en ny fordran.²¹³ Ett sådant beslut bör vara förbehållet fordringsägaren, vilket även kommer till uttryck i transaktionerna ovan av vilka framgår att alla de ändringar som behöver genomföras avseende ett underliggande lån i kreditportföljen ska genomföras av originatorn. Efter genomförda ändringar ska lånet överlåtas till specialbolaget. Om specialbolaget av någon anledning inte kan förvärva detta ska originatorn köpa tillbaka det underliggande lånet för vilket ändringen genomförts.

Investorleasingfallen ger ingen ledning vad gäller bedömningen av överlåtelserns sakrättsliga giltighet för det fall åtgärderna avseende leasingegendomen eller leasingavtalen skulle gått utöver vad som kan anses vara administrativa uppgifter, genom att exempelvis tillåta leasinggivaren att bevilja ett byte av leasingtagare för investorns räkning. Om originatorn tillåts genomföra en ändring i förhållande till en överlåten fordring som innebär att fordringsförhållandet förändras kan det således innebära att originatorn råder över fordran på ett sådant sätt som innebär att förvärvaren inte längre kan göra gällande ett sak-

²¹² de Hevesy och Sahibzada är av samma uppfattning och argumenterar i sin artikel "Nya förutsättningar för värdepapperisering?" för att det, tack vare investorleasingfallen, inte längre finns något sakrättsligt hinder att låta en originator fortsatt sköta administrationen avseende de överlåtna fordringarna, förutsatt att berörda gäldenärer denuncierats, se de Hevesy och Sahibzada, Nya förutsättningar för värdepapperisering² s. 48.

²¹³ Lindskog, Betalning s. 119 f. och s. 363.

rättsligt skydd. Det ska i detta avseende noteras att det inte är omöjligt att transaktionens parter i ovan värdepapperiseringstransaktioner varit fullt medvetna om att en fortsatt rådighet, i form av exempelvis möjligheten för en originator att bevilja gäldenärsbyten, skulle kunna bedömas som en fortsatt rådighet som inte är tillåten enligt svensk sakrätt. Det kan dock finnas ett intresse hos parterna att ändå använda en sådan struktur eftersom att sådana ändringar som originatorn genomför förbättrar kvaliteten på den underliggande kreditportföljen, vilket i slutändan ekonomiskt sett gynnar obligationsinnehavarna. Då en sådan struktur används som innebär att det är tveksamt huruvida kravet på rådighetsavskärande kan anses vara uppfyllt eller inte blir det istället viktigt för investerarna att bedöma kreditvärdigheten hos originatorn, eftersom att det är vid dennes konkurs som kreditportföljen kan komma att tas i anspråk av överlåtarens borgenärer. Bedömningen avseende risken att originatorn hamnar på obestånd blir på så sätt en risk att bedöma jämte alla andra risker i samband med en värdepapperiseringstransaktion.

7 Avslutning

Av det ovan anförda framgår att ett specialbolag, som förvärvar enkla fordringar i samband med en värdepapperiseringstransaktion, vinner sakrättsligt skydd för sitt förvärv i samband med att fordringsgäldenärerna underrättas om att en överlåtelse ägt rum. Underrättelsen avser medföra att originatorn på ett effektivt sätt avskärs möjligheten att förfoga eller råda över de överlåtna fordringarna. Som ovan utredning visar är det dock inte helt klart hur omfattande detta rådighetsavskärande behöver vara för att sakrättsligt skydd ska uppstå.

För att besvara frågan om rådighetsavskärandets omfattning i samband med värdepapperisering har det visat sig relevant att identifiera vilka förfoganden och åtgärder som blir aktuella för en fordringsägare i förhållande till de fordringar som denne äger. Praxis medger, som ovan visat, ett undantag vad gäller kravet på rådighetsavskärande avseende rent administrativa uppgifter i förhållande till fordringarna som överlåtits. Sådana uppgifter, som omfattar bland annat ombesörjande av fakturering, betalningspåminnelser och att uppbära den avkastning som följer av fordringarna, kan således överlåtas till en ursprungsborgenärer efter överlåtelsen utan att den rådighetsavskärande effekten går förlorad. Att originatorn på så sätt vidhåller sin betalningslegitimation kan således vara tillåtet utifrån en tolkning av HD:s domskäl i investorleasingfallen, särskilt med tanke på att HD i flertalet fall uttryckt det vara önskvärt att kravet på rådighetsavskärande inte drivs så långt att genomförandet av i sig legitima och kommersiellt skyddsvärda transaktioner omöjliggörs.

Sådana beslut som innebär ett utövande av fordringsägarens rätt att råda över fordran, genom exempelvis gäldenärsbyte, får dock anses gå utöver sådana förfoganden som blivit föremål för prövning i domstol. Att tillåta att ett serviceföretag tar ett beslut i förhållande till en fordran, eller på annat sätt disponerar över en fordran som denne överlåtit, på ett sätt som gör att den ändras innebär således att det rådighetsavskärande som krävs troligen inte kan upprätthållas. Detta är även förenligt med en tolkning utifrån HD:s domskäl i NJA 2000 s. 88, NJA 2007 s. 413 och NJA 2008 s. 684 av vilka framgår att det sakrättsliga skyddet endast kvarstår för en överlåtare eller pantsättare som behåller en faktisk möjlighet att råda över fordringarna så länge denne har ett tillräckligt intresse av att inte utnyttja denna rådighet.

Det går således inte att med säkerhet säga att den överlåtna kreditportföljen kommer att fredas från ett eventuellt exekutionsförfarande hos originatorn då denne tillåts tillhandahålla en fortsatt administration i förhållande till krediterna i portföljen. För de fall ett bolag finner det ekonomiskt motiverat att trots allt genomföra en sådan transaktion bör originatorns uppgifter begränsas till att endast omfatta sådana uppgifter som blivit föremål för prövning i HD. Såsom tidigare nämnt blir den regulatoriska risken som följer av osäkerheten kring kravet på rådgivningsavskärning en ytterligare risk, bland många andra, för transaktionens parter att bedöma.

Källförteckning

Offentligt tryck

Propositioner

Prop. 2000/01:19 Bättre förutsättningar för värdepapperisering

Prop. 2002/03:139 Reformerade regler för bank- och finansieringsrörelse

Statens offentliga utredningar

SOU 1994:120 Finansiell leasing av lös egendom

SOU 1995:11 Konsumentköpsutredningen

SOU 2015:18 Lösöreköp och registerpant

SOU 2015:40 Stärkt konsumentskydd på bolånemarknaden

Departementsserien

Ds 1998:71 Bättre förutsättningar för värdepapperisering

Övrigt

Finansdepartementet, Faktapromemoria förordning om värdepapperisering, 2015/16: FPM11.

Finansdepartementet, Lagrådsremiss, Prövning av ärenden enligt EU:s förordning om värdepapperisering och volatilitetsjustering för försäkringsföretag, 2018-09-06.

Finansdepartementet, Promemoria, Kompletterande bestämmelser till EU:s förordning om värdepapperisering, Fi2019/00754/V.

Offentligt tryck från EU

Förslag till Europaparlamentets och rådets förordning om gemensamma regler för värdepapperisering och om inrättandet av ett europeiskt ramverk för enkel, transparent och standardiserad värdepapperisering samt om ändring av direktiven 2009/65/EG, 2009/138/EG, 2011/61/EU och förordningarna (EG) nr 1060/2009 och (EU) nr 648/2012, 2015/0226 (COD) (cit. Förslaget till värdepapperiseringsförordningen).

Litteratur

Adestam, N., & Arvidsson, J., Lag (1936:81) om skuldebrev 10 §, Lexino 2014-01-04.

Adlercreutz, A. & Pfannenstil, M., Finansieringsformers rättsliga reglering, 5 uppl., Studentlitteratur AB, Lund 2010.

Berg, C., Meyerson, P., & Molin, J., Dramatiska år globalt och i Sverige: den ekonomiska utvecklingen 2006–2017, Riksbanken Penning- och valutapolitik 2018:4.

Björke, T., Om factoring, SvJT 1983 s. 325-370.

Deacon, J., Global securitisation and CDOs, Wiley 2004.

de Hevesy, S., & Sabibzada, K., Nya förutsättningar för värdepapperisering? Ny juridik 4:00, s. 31-50.

Deku, S. Y. & Kara, A., Securitization: Past, Present and Future, Palgrave Macmillan 2018 (cit. Deku, S. Y. & Kara, A., Securitization).

Fabozzi, F. J., Introduction to Securitization, 1 uppl., Wiley 2008.

Ferm, E., & Lindenius, M., Pensionsmyndigheten, Marknaden för seniorlån, 1 januari 2017 (cit. Ferm & Lindenius, Marknaden för seniorlån).

Göranson, U., Besittning och rådighet – är det samma sak? I: Festskrift till Torgny Håstad, Iustus Förlag, Uppsala 2010, s. 209–224.

Hallbeck, A., Denuntiationsprincipen i ett föränderligt sakrättsligt landskap – särskilt om rådighetsavskärmandebedömningen, Juridisk publikation 2/2015, s. 311-333 (cit. Hallbeck, Denuntiationsprincipen).

Helander, B., Kreditsäkerhet i lös egendom: sakrättsliga spörsmål, Norstedt, Stockholm 1984 (cit. Helander, Kreditsäkerhet i lös egendom).

Henriksson, P., Sakrättsliga moment och deras ekonomiska konsekvenser, Jure Förlag, Stockholm 2009.

Hessler, H., Allmän sakrätt: om det förmögenhetsrättsliga tredjemansskyddets principer, P. A. Norstedt & Söners Förlag, Stockholm 1973 (cit. Hessler, Allmän sakrätt).

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

Ingvarsson, T., Fordringsrätt: en lärobok, 1 uppl., Wolters Kluwer, Stockholm 2017.

Keeton, G. W., Law of Trusts, Barry Rose Law Publishers Ltd, 12 uppl. 1994.

Kleineman, J., Rättsdogmatisk metod, Nääv, M., & Zamboni, M. (red), Juridisk metodlära, 2 uppl., Studentlitteratur, Lund 2018.

Lindskog, S., Betalning: om kongruent infriande av penningkulder och andra betalningsrättsliga frågor, 2 uppl., Norstedts Juridik, Stockholm 2018 (cit. Lindskog, Betalning).

Lindskog, S., Kvittning: om avräkning av privaträttsliga fordringar, 3 uppl., Norstedts Juridik AB, Stockholm 2014 (cit. Lindskog, Kvittning).

Lindskog, S., Om legitimation och sakrättsligt skydd vid överlåtelse av enkel fordring, SvJT 1994 s. 113-135.

Lindskoug, P., Säkerhetsöverlåtelse - pant eller omsättningsköp? SvJT 2015 s. 313-334.

Mellqvist, M., & Persson, I., Fordran och skuld, 10 uppl., Iustus, Uppsala 2015.

Millqvist, G., Sakrättens grunder, 8 uppl., Norstedts juridik, Stockholm 2018.

Myrdal, S., Borgenärsskyddet: om principerna för skyddet mot överlåtarens och pantsättarens borgenärer, Norstedts Juridik, Stockholm 2002 (cit. Myrdal, Borgenärsskyddet).

Myrdal, S., Oklarheter med traditionsprincipen, SvJT 2013, s. 1074–1086.

Månsson, F., & Andersson, P-U. (red.), Värdepapperisering – Securitisation, Norstedts Juridik, Stockholm 1995.

Nydrén, B., Om kreditrisker och juridiska aspekter vid värdepapperisering, SvJT, 1995 s. 221-240.

Rodbe, K., Handbok i sakrätt, Norstedt, Lund 1985.

Verständig, A., EU-rättslig reglering av kreditvärderingsinstitut, SvJT 2014 s. 9-35.

Wallin-Norman, K., Kontorätt: rätt till kontoförda värdepapper, 1 uppl., Jure, Stockholm 2009 (cit. *Wallin-Norman, Kontorätt*).

Walén, G., Panträtt, 2 uppl., Norstedts Juridik, Stockholm 1998.

Walén, G., Separationsrätt, P. A. Norstedt & Söners Förlag, Stockholm 1975.

Rättspraxis

NJA 1931 s. 741

NJA II 1936 s. 114

NJA 1943 s. 399

NJA 1949 s. 164

NJA 1958 s. 422

NJA 1962 s. 49

NJA 1972 s. 246

NJA 1977 s. 20

NJA 1977 s. 530

NJA 1978 s. 99

NJA 1980 s. 197

NJA 1981 s. 562

NJA 1983 s. 103

NJA 1986 s. 217

NJA 1986 s. 409

NJA 1987 s. 3

NJA 1989 s. 705

NJA 1994 s. 506

NJA 1995 s. 367 I

NJA 1995 s. 367 II

NJA 1996 s. 52

NJA 1997 s. 660

NJA 1998 s. 379

NJA 1998 s. 545

NJA 2000 s. 88

NJA 2005 s. 871

NJA 2007 s. 413

NJA 2007 s. 652

NJA 2008 s. 684

NJA 2009 s. 79

NJA 2009 s. 500

NJA 2010 s. 154

NJA 2012 s. 419

NJA 2017 s. 343

Övrigt

Årsredovisningar och finansiella rapporter

Årsredovisning Svensk Hypotekspension (2017)

Årsredovisning Nordax Bank AB (publ) (2018)

Delårsrapport Svensk Hypotekspension Fond 3 AB (publ) (Q1 och Q2 2016)

Edlund, T., Ekonomiska kommentarer NR 7 2017, 21 december: Basel III och svenska storbankers kapitalkrav, Riksbankens avdelning för finansiell stabilitet.

Promemorior publicerade av FI

Promemoria, Kapitalkrav för svenska banker, FI Dnr 14-6258, (2014) (cit. Promemoria, Kapitalkrav för svenska banker).

Remisspromemoria, FI:s kapitalbedömningsmetod vid värdepapperisering inom pelare 2, FI Dnr 16-17820, (2016) (cit. Remisspromemoria, FI:s kapitalbedömningsmetod vid värdepapperisering inom pelare 2).

Elektroniska källor

<https://www.fi.se/sv/vara-register/sok-fffs/> hämtad 2019-04-19.

<https://www.fi.se/sv/vara-register/prospektregistret/> hämtad 2019-04-18.

<https://www.consilium.europa.eu/sv/policies/capital-markets-union/> hämtad 2019-04-22.

<https://www.consilium.europa.eu/sv/policies/banking-union/single-rulebook/capital-requirements/> hämtad 2019-05-05.

<https://hypotekspension.se/helsvensk-vardepapperisering-finansierar-svensk-hypotekspensions-utlaning/> hämtad 2019-05-26.

<https://hypotekspension.se/sa-fungerar-det/> hämtad 2019-04-17.

<https://mb.cision.com/Main/12531/2360819/731926.pdf> hämtad 2019-04-21.

<https://mb.cision.com/Main/7708/2787621/1024880.pdf> hämtad 2019-04-21.

<https://www.regeringen.se/493238/contentassets/c370b9069eea4d3dbc3d3134d7f804ab/kompletterande-bestammelser-till-eus-forordning-om-vardepapperisering.pdf>, hämtad 2019-04-23.

<https://www.consilium.europa.eu/sv/policies/banking-union/single-rulebook/capital-requirements/> hämtad 2019-05-19.

Prospekt

Svensk Hypotekspension Fond 1 AB (publ)

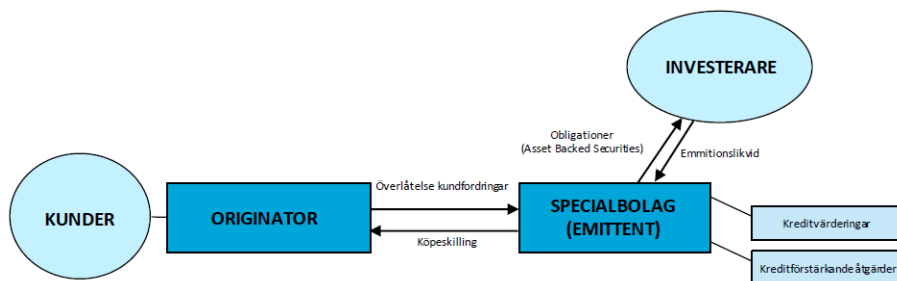
Svensk Hypotekspension Fond 3 AB (publ)

SCL – Scandinavian Consumer Loans III

SCL – Scandinavian Consumer Loans V

Bilaga 1 – Figur 1

Figur 1



Bilaga 2 – Figur 2

Figur2

