

ZLATKO SALCIC

AVTAL OM KREDITDERIVAT

@ Zlatko Salcic
Tryckt på Universitetsservice, Stockholm, 2006
ISBN 91-7155-127-1

FÖRORD

Flera personer har bidragit till att denna avhandling nu blivit klar. Min handledare på Juridiska institutionen vid Stockholms universitet, docenten och juris doktor Göran Millqvist skall särskilt framhållas. Jag har haft tur att få en så kunnig och erfaren handledare utan vilkens insatser och pedagogiska ledning avhandlingen omöjligt blivit färdig.

Manuskriptet har granskats av advokaten och juris doktor Arne Tjaum, professor Rolf Dotevall, professor Ingrid Arnesdotter, advokaten och juris doktor Staffan Myrdal och juris doktor Jakob Heidbrink som kommit med värdefulla synpunkter och påpekanden.

Juridiska institutionen vid Stockholms universitet har bidragit med tryckningen och andra utgifter i samband med arbetet på denna avhandling.

Jur. kand. och civilekonom Daniel Larsson, jur. kand Victoria von der Burg och amanuensen Sorina Clipii har bistått med korrekturläsning.

Under hela min doktorandtid jobbade jag heltid som praktiserande jurist. Jag ägnade många långa kvällar, helger och semesterdagar till detta arbete, en ansträngning som jag inte skulle ha klarat utan stöd och hjälp från min fru och min son.

Ett varmt tack till er alla.

Stockholm, oktober 2006

Zlatko Salcic

INNEHÅLLSÖVERSIKT

INLEDNING

D E L I - KREDITDERIVAT I RÄTTSSYSTEMET

1. ALLMÄNT OM KREDITDERIVAT
2. KREDITDERIVAT I FÖRHÅLLANDE TILL KREDITFÖRSÄKRING
3. KREDITDERIVAT I FÖRHÅLLANDE TILL Borgen
4. KREDITDERIVAT I FÖRHÅLLANDE TILL SJÄLVSTÄNDIGA GARANTIER
5. KREDITDERIVAT I FÖRHÅLLANDE TILL VADHÅLLNING OCH SPEL
6. KREDITDERIVATS MUNTliga AVTALSINGÅENDE OCH INFÖRLIVANDE AV STANDARDAVTALSDOKUMENTATIONEN
7. KREDITDERIVATS DOKUMENTATION SOM STANDARDAVTAL, HANDELSBRUK, OCH DEN VIKTIGASTE RÄTTSKÄLLAN
8. KREDITDERIVAT OCH FINANSIELLA INSTITUTIONERS OMSORGSPLIKT
9. KREDITDERIVATS SJÄLVSTÄNDIGHET, OBJEKTIVITET OCH KOPPLING TILL INFORMATIONSTEKNOLOGI
10. KREDITDERIVAT – EN NY AVTALSTYP?

D E L II - KREDITDERIVATS DOKUMENTATIONSPROBLEM

1. TOLKNING AV NÅGRA VIKTIGARE DEFINITIONER
2. EN OKLARHET I DEFINITIONERNA
3. EN OKLARHET I RAMAVTALET
4. FÖRHÅLLANDE MELLAN KREDITDERIVAT OCH VISSA GENERELLA BESTÄMMELSER I AVTALET
5. ISDA:s INGRIPANDE I FYSISKA UPPGÖRELSER I VISSA FALL

SAMMANFATTNING OCH SLUTSATSER

SUMMARY

KÄLLFÖRTECKNING

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

FÖRORD s.3

INNEHÅLLSÖVERSIKT s.4

INNEHÅLLSFÖRTECKNING s.5

FÖRKORTNINGAR s.11

INLEDNING s.12

- 1.1 Avhandlingsämne s.12
- 1.2 Syfte med avhandlingen s.13
- 1.3 Närmare om problemställningarna s.15
- 1.4 Metod s.19
- 1.5 Avgränsning s.21
- 1.6 Rättskällor s.22
 - 1.6.1 Standardavtal s.22
 - 1.6.2 Juridisk litteratur s.22
 - 1.6.3 Rättspraxis s.23
 - 1.6.4 Lagtext och förarbeten s.24
- 1.7 Användning av och skrivsätt för engelska s.24
- 1.8 Dispositionen s.25

DEL I - KREDITDERIVAT I RÄTTSSYSTEMET

1. ALLMÄNT OM KREDITDERIVAT s.29

- 1.1 Inledning s.29
- 1.2 Problemställning s.29
- 1.3 Kort om kreditderivats uppkomst s.29
- 1.4 Ekonomiska förutsättningar för kreditderivattransaktioner s.30
 - 1.4.1 Förhållandet mellan kreditgivare och kredittagare s.31
 - 1.4.2 Problem med nya risker s.31
 - 1.4.3 Spridning och avkastning s.32
 - 1.4.4 Globalisering och demokratisering av finansvärlden s.32
 - 1.4.5 Riskmätning och riskmodeller s.33
 - 1.4.6 Portföljeffekt s.33
 - 1.4.7 Korrelaterade risker s.34
 - 1.4.8 Prissättning av kreditderivat s.34
- 1.5 Typer av avtal om kreditderivat s.35
- 1.6 Credit default swap s.35

1.6.1	<i>Skyddsköparens skyldigheter enligt avtal om credit default swap</i>	s.37
1.6.2	<i>Skyddsköparens rättigheter enligt avtal om credit default swap</i>	s.39
1.6.3	<i>Skyddssäljarens skyldigheter enligt avtal om credit default swap</i>	s.39
1.6.4	<i>Skyddssäljarens rättigheter enligt avtal om credit default swap</i>	s.40
1.7	<i>Credit linked notes</i>	s.40
1.7.1	<i>Typer av credit linked notes</i>	s.43
1.7.2	<i>Användning av credit linked notes</i>	s.43
1.7.3	<i>Lagval och val av jurisdiktion i credit linked notes</i>	s.45
1.7.4	<i>Parternas rättigheter och skyldigheter enligt credit linked notes</i>	s.46
1.7.5	<i>Utställarens skyldigheter enligt credit linked notes</i>	s.47
1.7.6	<i>Utställarens rättigheter enligt credit linked notes</i>	s.48
1.7.7	<i>Investerarens skyldigheter enligt credit linked note</i>	s.49
1.7.8	<i>Investerarens rättigheter enligt credit linked note</i>	s.49
1.7.9	<i>Övriga bestämmelser i credit linked notes</i>	s.50
1.7.10	<i>Avtalsbrott i samband med credit linked notes</i>	s.50
1.8	<i>Total return swap</i>	s.50
1.9	<i>Slutsats – allmänt om grundläggande kreditderivatstyper</i>	s.53
2.	KREDITDERIVAT I FÖRHÅLLANDE TILL KREDITFÖRSÄKRING	s.54
2.1	<i>Inledning</i>	s.54
2.2	<i>Problemställning</i>	s.54
2.3	<i>Klassificering av kreditderivat som kreditförsäkring</i>	s.55
2.4	<i>Element som kännetecknar försäkringsavtal</i>	s.56
2.5	<i>Likheter och skillnader mellan kreditförsäkring och kreditderivat</i>	s.59
2.6	<i>Kreditderivat och försäkringsrörelse</i>	s.62
2.7	<i>Försäkringsbolag och kreditderivatverksamhet</i>	s.72
2.8	<i>Frågan om civilrättslig ogiltighet av vissa kreditderivatavtal</i>	s.74
2.9	<i>Slutsats – kreditderivat i förhållande till försäkrings-, bank- och finansieringsrörelse</i>	s.79
2.10	<i>Element som kännetecknar försäkringsavtal i engelsk rätt</i>	s.79
2.11	<i>Likheter och skillnader mellan kreditförsäkring och kreditderivat</i>	s.82
2.12	<i>Bedömningar av kreditderivat enligt regler om försäkringsrörelse och försäkringsavtal i engelsk rätt</i>	s.83
2.13	<i>Myndigheternas uttalanden om förhållandet mellan kreditderivat och försäkringsverksamhet</i>	s.90
2.14	<i>Slutsats – kreditderivat i förhållande till försäkrings-, bank- och finansieringsrörelse</i>	s.96
2.15	<i>Sammanfattning</i>	s.97
3.	KREDITDERIVAT I FÖRHÅLLANDE TILL BORGEN	s.99
3.1	<i>Inledning</i>	s.99
3.2	<i>Problemställning</i>	s.99
3.3	<i>Likheter och skillnader mellan kreditderivat och borgen</i>	s.101
3.4	<i>Slutsats – jämförelse mellan borgen och kreditderivat</i>	s.106
4.	KREDITDERIVAT I FÖRHÅLLANDE TILL SJÄLVSTÄNDIGA GARANTIER	s.109

4.1	<i>Inledning</i>	s.109
4.2	<i>Problemställning</i>	s.109
4.3	<i>Likheter och skillnader mellan kreditderivat och självständiga garantier</i>	s.109
4.4	<i>Slutsats – likheter och skillnader mellan kreditderivat och självständiga garantier</i>	s.111
5.	KREDITDERIVAT I FÖRHÅLLANDE TILL VADHÅLLNING OCH SPEL	s.115
5.1	<i>Inledning</i>	s.115
5.2	<i>Problemställning</i>	s.115
5.3	<i>Rättsverkan av spel och vadhållning i svensk rätt</i>	s.116
5.4	<i>Begreppet vadhållning i förhållande till avtal om kreditderivat i svensk rätt</i>	s.117
5.5	<i>Begreppet lotteri och spel i förhållande till avtal om kreditderivat</i>	s.118
5.6	<i>Slutsats - jämförelse mellan kreditderivat och vad och spel</i>	s.121
5.7	<i>Kreditderivatens förhållande till vadhållning och spel i engelsk rätt</i>	s.122
5.8	<i>Slutsats - kreditderivats förhållande till vadhållning och spel i engelsk rätt</i>	s.127
5.9	<i>Slutsats - jämförelse mellan kreditderivat och spel och vadhållning</i>	s.128
6.	KREDITDERIVATS MUNTliga AVTALSINGÅENDE OCH INFÖRLIVANDE AV STANDARDAVTALSDOKUMENTATIONEN	s.129
6.1	<i>Inledning</i>	s.129
6.2	<i>Problemställning</i>	s.129
6.3	<i>Avtalsingåenden</i>	s.130
6.4	<i>Införlivande av ISDA Documentation i avtal om kreditderivat</i>	s.133
6.5	<i>Införlivande av avtalsvillkor i muntliga avtal ingångna genom telefonsamtal</i>	s.135
6.6	<i>Slutsats – muntliga avtalsingåenden och införlivande av ISDA Documentation i kreditderivatavtal</i>	s.139
7.	KREDITDERIVATS DOKUMENTATION SOM STANDARDAVTAL, HANDELSBRUK, OCH DEN VIKTIGASTE RÄTTSKÄLLAN	s.140
7.1	<i>Inledning</i>	s.140
7.2	<i>Problemställning</i>	s.140
7.3	<i>ISDA Documentation och standardavtal</i>	s.141
7.4	<i>ISDA Documentation och standardavtalens syften</i>	s.143
7.4.1	<i>ISDA Documentation och rationaliseringssyftet</i>	s.143
7.4.2	<i>ISDA Documentation och precisering av rättsläget</i>	s.144
7.4.3	<i>ISDA Documentation och parternas ekonomiska styrka</i>	s.146
7.4.4	<i>ISDA Documentation och motparter som inte är banker</i>	s.147
7.4.5	<i>ISDA Documentation och brist på standardavtal för övriga kreditderivattransaktioner</i>	s.148
7.5	<i>ISDA Documentation och handelsbruk och sedvänja</i>	s.149
7.5.1	<i>Innehåll av begreppet handelsbruk</i>	s.150
7.5.2	<i>ISDA Documentation för kreditderivat i förhållande till handelsbruk</i>	s.153
7.6	<i>Bundenhet av ISDA Documentation utan införlivande i muntliga avtal</i>	s.157
7.7	<i>ISDAs försök att skapa ett internationellt standardavtal som en finansiell produkt</i>	s.162

7.8	<i>Utformningen av ISDA Documentation i samband med globaliseringen</i>	s.163
7.9	<i>ISDA Documentation som en unik rättskälla</i>	s.165
7.10	<i>Slutsats</i>	s.167
8.	KREDITDERIVAT OCH FINANSIELLA INSTITUTIONERS OMSORGSPLIKT	s.169
8.1	<i>Inledning</i>	s.169
8.2	<i>Problemställning</i>	s.169
8.3	<i>Allmänt om finansiella institutioners förpliktelser vid avtalsingåendet</i>	s.170
8.4	<i>Finansiella institutioners omsorgsplikt i rättspraxis</i>	s.172
8.5	<i>Innebörden av finansiella institutioners omsorgsplikt</i>	s.177
8.6	<i>Finansiella institutioners omsorgsplikt i kreditderivattransaktioner</i>	s.179
8.7	<i>Kreditderivattransaktioner och non-reliance representations</i>	s.182
8.8	<i>Liknande skyldigheter för värdepappersföretag</i>	s.186
8.9	<i>Slutsats - finansiella institutioners omsorgsplikt vid avtalsingående</i>	s.190
9.	KREDITDERIVATS SJÄLVSTÄNDIGHET, OBJEKTIVITET OCH KOPPLING TILL INFORMATIONSTEKNOLOGI	s.191
9.1	<i>Inledning</i>	s.191
9.2	<i>Problemställning</i>	s.191
9.3	<i>Accessoritet och självständighet i förhållande till den underliggande förbindelsen</i>	s.192
9.4	<i>Rembursens självständiga karaktär</i>	s.193
9.5	<i>Garantins självständiga karaktär</i>	s.195
9.5.1	<i>Kort om beneficentens ställning i demand garantier</i>	s.196
9.6	<i>Rangordning av olika självständighets- och subjektivitetsgrader</i>	s.198
9.7	<i>Kreditderivat och subjektivitet</i>	s.200
9.8	<i>Objektivitet i avtal om kreditderivat och informationsteknologi</i>	s.202
9.9	<i>Slutsats – kreditderivats självständighet och objektivitet</i>	s.204
10.	KREDITDERIVAT – EN NY AVTALSTYP?	s.206
10.1	<i>Inledning</i>	s.206
10.2	<i>Problemställning</i>	s.206
10.3	<i>Begreppet avtalstyp</i>	s.206
10.4	<i>Begreppen avtal sui genereis och avtalskoncept</i>	s.208
10.5	<i>Bedömningen av om kreditderivat är en ny avtalstyp</i>	s.209
10.6	<i>Slutsats – kreditderivat som ett särskilt avtal</i>	s.212

D E L II - KREDITDERIVATETS DOKUMENTATIONSPROBLEM

1.	TOLKNING AV NÅGRA VIKTIGARE DEFINITIONER	s.215
1.1	<i>Inledning</i>	s.215
1.2	<i>Problemställning</i>	s.215
1.3	<i>Credit Events</i>	s.216
1.3.1	<i>Credit Events förhållande till vissa rättsliga påföljder</i>	s.217

1.3.2	<i>Bankruptcy</i>	s.219
1.3.3	<i>Obligation Acceleration</i>	s.224
1.3.4	<i>Obligation Default</i>	s.225
1.3.5	<i>Failure to Pay</i>	s.226
1.3.6	<i>Repudiation/Moratorium</i>	s.228
1.3.7	<i>Restructuring</i>	s.229
1.3.8	<i>Övriga Credit Events</i>	s.229
1.3.9	<i>Diskussion om "default" i förhållande till Credit Events</i>	s.230
1.4	<i>Publicly Available Information</i>	s.233
1.5	<i>Materiality</i>	s.237
1.6	<i>Uppgörelsemetoder</i>	s.237
1.6.1	<i>Physical Settlement</i>	s.237
1.6.2	<i>Rättspraxis avseende Physical Delivery</i>	s.241
1.6.3	<i>Cash Settlement</i>	s.244
1.7	<i>Olika definitioner av "Obligation"</i>	s.247
1.7.1	<i>Olika betydelser av begreppen Obligation och "det underliggande instrumentet"</i>	s.249
1.8	<i>Den underliggande enhetens efterträdare</i>	s.250
1.9	<i>Övriga definitioner</i>	s.252
1.10	<i>Confirmation</i>	s.252
1.11	<i>Slutsats – analys av några viktigare definitioner</i>	s.253
2.	<i>EN OKLARHET I DEFINITIONERNA</i>	s.255
2.1	<i>Inledning</i>	s.255
2.2	<i>Problemställning</i>	s.255
2.3	<i>Utvecklingen av definitionen Restructuring</i>	s.256
2.4	<i>ISDAs nya definitioner i samband med Restructuring</i>	s.261
2.5	<i>Diskussion om nödvändigheten av att inkludera Restructuring som en Credit Event</i>	s.263
2.6	<i>Slutsats – en oklarhet i definitionerna</i>	s.264
3.	<i>EN OKLARHET I RAMAVTALET</i>	s.266
3.1	<i>Inledning</i>	s.266
3.2	<i>Problemställning</i>	s.266
3.3	<i>Metoder för uträkning av parternas betalningar</i>	s.267
3.4	<i>Skadeståndsaspekter av betalningar vid avtalshävning</i>	s.269
3.5	<i>Slutsats – parternas betalningar vid avtalshävning</i>	s.270
4.	<i>FÖRHÅLLET MELLAN KREDITDERIVAT OCH VISSA GENERELLA BESTÄMMELSER I AVTALET</i>	s.272
4.1	<i>Inledning</i>	s.272
4.2	<i>Problemställning</i>	s.272
4.3	<i>Ramavtalets inledande bestämmelser</i>	s.273
4.4	<i>Avtalsbrott</i>	s.274
4.4.1	<i>Avtalsbrott mot betalnings- eller överlåtelseförpliktelser</i>	s.276
4.4.2	<i>Avtalsbrott mot övriga avtalsförpliktelser</i>	s.277
4.4.3	<i>Avtalsbrott i samband med Credit Support</i>	s.277

4.4.4	<i>Avtalsbrott – Missrepresentation</i>	s.278
4.4.5	<i>Avtalsbrott i samband med en specificerad transaktion</i>	s.278
4.4.6	<i>Avtalsbrott - Cross Default</i>	s.279
4.4.7	<i>Konkurs</i>	s.280
4.4.8	<i>Avtalsbrott – sammanslagning utan övertagande av förpliktelser</i>	s.281
4.4.9	<i>Slutsats – bestämmelser om avtalsbrott i ISDA Master Agreement</i>	s.281
4.5	<i>Övriga grunder för avtalshävning</i>	s.282
4.5.1	<i>Olaglighet som grund för avtalshävning</i>	s.283
4.5.2	<i>Omöjlighet som grund för avtalshävning</i>	s.283
4.5.3	<i>Skattehändelse som grund för avtalshävning</i>	s.284
4.5.4	<i>Skattehändelse i samband med sammanslagning som grund för avtalshävning</i>	s.284
4.5.5	<i>Kredithändelse i samband med sammanslagning som grund för avtalshävning</i>	s.285
4.5.6	<i>Ytterligare grunder för avtalshävning</i>	s.286
4.6	<i>Slutsats – bestämmelser om övriga grunder för avtalshävning</i>	s.286
5.	<i>ISDA:s INGRIPANDE I FYSISKA UPPGÖRELSER I VISSA FALL</i>	s.287
5.1	<i>Inledning</i>	s.287
5.2	<i>Problemställning</i>	s.287
5.3	<i>Enstaka lösningar genom ISDAs protokoll</i>	s.288
5.4	<i>ISDAs förhållande till tillämpning och utveckling av ISDA Documentation</i>	s.289
5.5	<i>Parternas agerande i samband med ISDAs protokoll</i>	s.290
5.6	<i>Några allmänna slutsatser</i>	s.291
	<i>SAMMANFATTNING OCH SLUTSATSER</i>	s.293
1.1	<i>Inledning</i>	s.293
1.2	<i>Sammanfattning av juridiska problem som behandlats i denna avhandling</i>	s.294
1.3	<i>Några avslutande slutsatser</i>	s.298
1.3.1	<i>Avtalets beroende av sin dokumentation</i>	s.298
1.3.2	<i>Nya avtalstyper och utformningen av avtalsdokumentation inom finansieringsrätt</i>	s.299
1.3.3	<i>Vidareutveckling och reglering av avtal om kreditderivat</i>	s.301
1.3.4	<i>Reglering av avtal om kreditderivat</i>	s.302
	<i>SUMMARY</i>	s.305
	<i>KÄLLFÖRTECKNING</i>	s.311

FÖRKORTNINGAR

AAA, AA – Standard & Poor's beteckningar för kreditvärdighet
AB – Alfred Berg Fondkommission
ANZ – Australia New Zealand Banking Group
Avtl – Avtalslagen
BrB – Brottsbalken
BTC – Bankers Trust Corporation
BTI – Bankers Trust International
CDX – Dow Jones index för credit default swaps
CISG – Internationella köplagskonventionen
CSFB – Credit Suisse First Boston
FAL – Försäkringsavtalslagen
FSA – Financial Services Authority
GITIC – Guandong International Trust and Investment Corp.
HD – Högsta domstolen
ISDA – International Swaps and Derivatives Association
LIBOR – London Interbank Offering Rate
OMX – Stockholmsbörsen
MiFID – Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/39/EG av den 21 april 2004 om
marknader för finansiella instrument och om ändring av rådets direktiv 85/611/EEG
och 93/6/EEG och Europaparlamentets och rådets direktiv 2000/12/EG samt
upphävande av rådets direktiv 93/22/EEG.
NJA – Nytt juridiskt arkiv
OTC – Over the counter
PBOC – People's Bank of China
PECL – Principles of European Contract Law
PG – Procter & Gamble Company
SG – Société Générale
SOU – Statens offentliga utredningar
SPV – Special purpose vehicle
TRACX – Dow Jones index
TROR – Total rate of return swap (Total return swap)
UCP 500 – ICC Uniform Customs and Practice for Documentary Credits
UNCITRAL – United Nations Commission on International Trade Law
UNIDROIT – International Institute for the Unification of Private Law
Unidroit – UNIDROIT Principles of International Commercial Contracts
URDG – Uniform Rules for Demand Guarantees

1. INLEDNING

1.1 Avhandlingsämne

Avtal om kreditderivat är en ny avtalstyp inom bank- och finansieringsrätten. Begreppet kreditderivat uppkom i början av 1990-talet och används numera världen runt. Avtal om kreditderivat möjliggör för banker, finansiella institutioner, företag och övriga aktörer att mot betalning överföra kreditrisker från sina portföljer och åstadkomma en tillfredsställande riskspridning utan att överlåta sina fordringar. Motparter som tar över kreditrisker får betalt för det. Avtal om kreditderivat är inte reglerade i lag men berörs av olika delar av existerande lagstiftning såsom avtalsrätt, försäkringsrätt, insolvensrätt, bolagsrätt, bokföringslagstiftning, regler om valutarestriktioner och även offentlig rätt.

En global tillämpning av olika typer av avtal om finansiella derivat (vari även avtal om kreditderivat ingår) har resulterat i bildandet av den internationella organisationen *International Swaps and Derivatives Association - ISDA*. ISDA har utformat flera viktiga delvis standardiserade dokument som reglerar avtalsingående och avtalstolkning av olika derivatavtal, bland annat avtal om kreditderivat. Det viktigaste dokumentet är *ISDA Master Agreement* som är ett standardiserat ramavtal som tillämpas frivilligt på samtliga derivat- och kreditderivatstransaktioner. Dessutom har ISDA utformat olika definitioner och bekräftelser för enstaka transaktioner, bland annat *ISDA Credit Derivatives Definitions* och *Confirmation* för kreditderivatstransaktioner.¹ Dessa tre dokument utgör tillsammans ett omfattande avtal om kreditderivat, sammanlagt 115 sidor. Anledningen till en så omfattande avtalstext är dels avtalets komplexitet, dels det skrivsätt som engelska jurister tillämpar vid avtalsskrivning.

Genom avtalet försöker avtalsparterna förutse och reglera alla möjliga framtida situationer och på så sätt undvika en eventuell tolkning av avtalet utifrån nationell lagstiftning eller rättspraxis. Avtalstolkning utifrån rättspraxis anses vara särskilt osäker. Eftersom avtal om kreditderivat främst tillämpas i internationella transaktioner brukar avtalsparter välja mellan att låta engelsk rätt eller delstaten New Yorks rätt styra avtalet. I fall av tvist väljer man jurisdiktion för engelska, respektive delstaten New Yorks domstolar. Anledningen till ett sådant lagval och val av jurisdiktion är att standardavtalen om kreditderivat baseras endast delvis på engelsk rätt. Ett större antal definitioner och bestämmelser i avtalet avviker från engelsk eller delstaten New Yorks rätt. Avtalstypen är skapad för tillämpning på internationella förhållanden i en globaliserad värld vilket gör att avtalet kommer i kontakt med ett stort antal olika rättsordningar. Av den anledningen har ISDA formulerat vissa avtalsbestämmelser på så sätt att de inkluderar samtliga former som en rättslig företeelse får i olika lagstiftningar.

Avtal om kreditderivat och juridiska aspekter förknippade med dess tillämpning utgör ämnet för denna avhandling.

¹ L. Marshall, ISDA's role in the credit derivatives marketplace, publicerad i *Credit Derivatives – The Definitive Guide*, Redaktör J. Gregory, London, 2003, s. 423-430.

1.2 Syfte med avhandlingen

När man som avhandlingsämne väljer ett omfattande avtal som påstås vara en ny avtalstyp inom finansiell rätt, undrar man först vad det är för avtal och vilka parternas rättigheter och skyldigheter är. Man undrar också vilka de ekonomiska effekterna av denna avtalstyp är och vad avtalsparterna åstadkommer genom ett sådant avtal. Dessutom är det naturligt att jämföra denna avtalsyp med liknande existerande avtalstyper för att se om den nya avtalstypen verkligen skiljer sig från de existerande avtalen och på vilka punkter. Sedan undersöker man vidare för att se hur avtalet förhåller sig till lagstiftningen och allmänna rättsprinciper eller med andra ord försöker placera avtalstypen i rättssystemet. Detta kan beskrivas som ett spontant intresse som både teoretiker och praktiserande jurister kan visa för något som påstås vara en ny skapelse inom finansiell rätt. Detta intresse var en utgångspunkt för denna studie.

När det gäller beskrivningen av de problemfrågor som behandlas i denna avhandling är det kanske lämpligt att inleda denna beskrivning med ett exempel. Man kan ta två banker, Bank A och Bank B, som ingår ett kreditderivatavtal i samband med företagsobligationer av en stor biltillverkare som i detta avtalsförhållande kallas för den underliggande enheten. Bank A vill försäkra sig om att få ersättning om marknadspriset på dessa obligationer går ner inom en viss period och är beredd att betala en premie till Bank B för detta. Bank B tar risken för värdeminskning av obligationerna och får betalt för det.

Efter en kort tid tappar obligationerna nästan hela sitt värde på marknaden på grund av information som publicerats i flera affärstidningar. Enligt informationen inleds företagsrekonstruktion hos biltillverkaren vilket innebär en risk att bolaget inte kan återbetala sitt obligationslån. Bank A kräver uppgörelse med Bank B i enlighet med kreditderivatavtalet. Bank B har inte räknat med en så stor förlust och försöker dra sig ur avtalet genom att påstå att avtalet i realiteten var en vadslagning och att det inte kan ges rättsskydd i domstol. Bank B åberopar dessutom argumentet att Bank A aldrig ägt obligationerna i fråga vilket innebär att Bank A inte lidit någon förlust. Ett sådant agerande bör alltså betraktas som en ren spekulering, alltså vadslagning. Bank A argumenterar att Bank B, som en erfaren och sofistikerad aktör i finansiella derivat, var skyldig att vid avtalsingåendet berätta för Bank A om de risker som avtalet innebar. Dessutom var Bank B medveten om att Bank A inte ägde obligationerna i fråga vid avtalsingåendet. Bank A har numera köpt obligationerna på marknaden för ett lågt pris och vill överlåta dem till Bank B mot betalning av obligationernas nominella värde från Bank B. Det visar sig att den publicerade informationen om biltillverkarens företagsrekonstruktion varit oriktig men det påverkar inte priset på obligationerna som fortfarande är lågt. Det råder osäkerhet om hur dessa frågor skall lösas eftersom sådana problemställningar aldrig tidigare har behandlats i svensk rätt.

Avtalet granskas av Finansinspektionen som överväger att inskrida mot Bank B för brott mot reglerna om försäkringsrörelse som får drivas endast av registrerade försäkringsbolag. Finansinspektionen tolkar avtalsbestämmelserna som typiska för ett kreditförsäkringsavtal. Bank A och Bank B försöker förklara för Finansinspektionen att kreditderivat skiljer sig från försäkringsavtal men deras argument är oklara och avtalsdokumentationen är väldigt komplicerad. Bank A, som har otillräcklig kunskap och erfarenhet av kreditderivat, försöker förklara för Finansinspektionen att kreditderivat inte är försäkringsavtal genom att argumentera att kreditderivat kan betraktas antingen som borgen eller som en självständig garanti. Sådana avtalstyper ingår i bankernas vanliga verksamhet och är tillåtna för banker. Bank B, som är en mycket erfaren och sofistikerad aktör vad gäller finansiella derivat, står

fast vid sitt argument att kreditderivat är en särskild avtalstyp som inte kan jämföras med någon annan avtalstyp. Finansinspektionen är osäker angående dessa argument.

Den standardiserade avtalsdokumentationen är något oklar just när det gäller definitionen av företagsrekonstruktion. Dokumentationen reglerar nämligen rekonstruktion av den underliggande enhetens skulder vilket kan ske under frivilliga former eller genom domstolsförfarande. Bank A och Bank B är oense om avtalstolkningen.

Avhandlingens problemställningar kan indelas i tre grupper. Den första gruppen omfattar analys av kreditderivats avtalsstruktur, rättigheter och skyldigheter och ekonomiska effekter som avtalsparterna åstadkommer genom denna avtalstyp. Syftet med denna analys är att ur ett teoretiskt perspektiv fastställa och förklara de avtalselement som kännetecknar avtal om kreditderivat som en avtalstyp inom finansiell rätt. Nästa problemställning inom den första gruppen är jämförelse av kreditderivat med ett antal liknande avtal som kan resultera i samma eller liknande ekonomiska effekter. Syftet med denna analys är att fastställa om kreditderivatavtal, dess avtalselement och rättsföljder verkligen skiljer sig från de liknande avtalen. Ett annat syfte med samma analys är att fastställa om kreditderivat är en särskild avtalstyp och om svaret på denna fråga är positivt, belysa och förklara de argument som eventuellt leder till en sådan slutsats.

Den andra gruppen problemställningar kan beskrivas som problem som uppstår när avtal om kreditderivat ingås i form av affärsverksamhet. Beroende på vilken roll vissa parter tar i sådana avtal och beroende på hur avtalsbestämmelser utformas och tolkas, finns det risk att sådana avtal kommer i konflikt med lagbestämmelser som reglerar försäkringsrörelse eller bank- och finansieringsrörelse. Syftet med analysen av dessa problemställningar är att svara på frågor om ingående av kreditderivatavtal av vissa aktörer i egenskap av skyddssäljare strider mot lagbestämmelser som reglerar försäkrings-, bank- och finansieringsrörelse. Dessutom är syftet med denna analys att fastställa vilka varianter av kreditderivatavtal som ligger inom riskzonen för att bli tolkade som något annat än kreditderivatavtal.

Den tredje gruppen problemställningar kan beskrivas som problem med den delvis standardiserade avtalsdokumentationen för kreditderivatavtal. Vissa delar av denna dokumentation har testats i praktiken sedan år 1992 och 1999 och uppvisat vissa oklarheter och brister som orsakat ett antal tvister. Dokumentationen ändrades år 2002 och 2003 med syfte att undvika tvister men det har också visat sig att en sådan standardiserad dokumentation behöver uppdateras relativt ofta för att följa den snabba utvecklingen av kreditderivat. Syftet med analysen av den standardiserade dokumentationen för kreditderivat är att belysa och förklara de svagheter i dokumentationen som uppvisats hittills och förklara de ändringar som gjorts i dokumentationen.

När man som avhandlingssyfte väljer ett större antal problemställningar, som i denna avhandling, och försöker belysa och förklara ett omfattande avtal kan man fråga sig vad syftet med det hela är. Svaret på denna fråga kan vara att ett övergripande syfte med denna avhandling är att placera kreditderivatavtal i det svenska rättssystemet och se hur de passar där genom att identifiera de teoretiska och praktiska problemfrågor som uppstår i denna process samt att försöka hitta lösningar för dessa problemställningar. Eftersom kreditderivat är ett avtal som av många anses vara en ny avtalstyp inom finansiell rätt, är det naturligtvis inte möjligt att i dagens läge identifiera och förutse samtliga möjliga framtida problem som kan uppstå i samband med avtalets tillämpning. Detta särskilt med hänsyn till en kraftig utveckling av både kreditderivat och finansiell rätt i den globaliserade världen.

Förhoppningen är ändå att denna avhandling kan bidra till en bättre förståelse av avtal om kreditderivat samt att analyserna av problemställningarna kan underlätta tillämpning av detta avtal. Det är också viktigt att i detta sammanhang förklara att syftet med avhandlingen inte är att göra en fullständig genomgång av den standardiserade avtalsdokumentationen med förklaringar till samtliga avtalsbestämmelser.

1.3 Närmare om problemställningarna

För en bättre förståelse av de problemställningar som omfattas av denna avhandling är det lämpligt att i denna inledning närmare beskriva dessa problemställningar. Avhandlingen är indelad i två delar. I den första delen analyseras tre typer av kreditderivat samt vissa juridiska problem som uppstår när kreditderivat ställs mot bakgrund av existerande regler. I den andra delen analyseras vissa dokumentationsproblem i samband med tillämpning av den standardiserade *ISDA Documentation*.

I den första delen som kallas för ”Kreditderivat i rättssystem” analyseras följande problemställningar:

– Vad är ett avtal om kreditderivat egentligen? Eftersom denna avtalstyp är ny och helt okänd utanför finansmarknaden förtjänar den en djupare analys. Avhandlingen behandlar inledningsvis vissa ekonomiska effekter av kreditderivattransaktioner, vilket ger en bild av vilka aktörer som använder denna transaktionstyp i sina verksamheter. Därefter analyseras parternas rättigheter och skyldigheter samt händelser som utlöser betalningsförpliktelser. Denna analys inkluderar tre grundläggande typer av kreditderivattransaktioner. Avtalsmekanismerna är komplicerade och svåra att förstå om man läser endast *ISDA Documentation*. Denna dokumentation reglerar egentligen endast den dominerande och viktigaste typen av kreditderivat *credit default swap*, men även övriga typer av kreditderivat använder terminologin som utvecklats i *ISDA Documentation*. *Credit default swap* utgör det egentliga avhandlingsämnet i denna avhandling. Av den anledningen används begreppet kreditderivat som synonym för *credit default swap*. Syftet med denna analys är att ur ett teoretiskt perspektiv fastställa och förklara de avtalselement som kännetecknar avtal om kreditderivat som en ny avtalstyp inom finansiell rätt.

– Frågan om huruvida kreditderivattransaktioner till sin juridiska natur var att jämföras med kreditförsäkringsavtal ställdes någon gång 1997 och orsakade stor oro bland de aktörer som utvecklat och tillämpat transaktionerna. Om dessa egentligen var avtal om kreditförsäkring skulle det ha förödande konsekvenser för den internationella finansindustrin genom det förbud som finns för banker och andra finansiella institutioner att driva försäkringsrörelse. Bankrörelse och försäkringsrörelse är två strikt avskilda rörelsetyper i de flesta länder i världen och överträdelser av förbudet kan i många lagstiftningar resultera i straffrättsliga påföljder. *ISDA* försökte klargöra läget vilket ledde till ett resultat som analyseras i denna avhandling i kapitlet om kreditderivats juridiska natur. Lösningen på frågan är särskilt intressant för banker och andra finansiella institutioner då dessa aktörer är de viktigaste på den internationella kreditderivatmarknaden. Detta problem analyseras i avhandlingen utifrån svensk rätt och lagstiftning som reglerar försäkringsavtal och försäkringsrörelse samt den nya lagstiftningen från 2004 som reglerar bank- och finansieringsrörelser. Syftet med denna analys är att svara på frågan om kreditderivat och kreditförsäkring är två identiska avtalstyper och ifall de skiljer sig förklara vilka avtalsrättsliga element som utgör denna skillnad. Syftet med analysen är också att svara på frågan om ett kreditderivatavtal som klassificerats som ett kreditförsäkringsavtal blir ogiltigt på grund av en sådan klassificering.

– Vissa varianter av kreditderivatavtal visar betydande likheter med borgen. Av den anledningen jämförs i denna avhandling avtal om kreditderivat med borgen. De viktigaste elementen i denna analys är borgens accessoritet i förhållande till den underliggande betalningsförpliktelsen, borgensmannens regressrätt mot gäldenären och de invändningar som en borgensman får rikta mot borgenärens betalningskrav. Syftet med denna jämförelse är att ge svar på frågan om vissa varianter av kreditderivat under vissa omständigheter kan klassificeras som borgen.

– Kreditderivatavtal och självständiga garantier uppvisar flera likheter som kan skapa oklarhet. Klassificeringen av ett avtal i sådana tveksamma situationer kan vara avgörande för bedömningen av parternas rättigheter och skyldigheter. I avhandlingen analyseras de gemensamma element som kännetecknar dessa två avtalstyper. Det viktigaste elementet i denna analys är avtalens självständighet från den underliggande betalningsförpliktelsen. Dessutom analyseras villkor som ger en beneficent rätt att ta garantin i anspråk och villkor som ger en skyddsköpare rätt att kräva betalning från en skyddssäljare under ett kreditderivatavtal. Syftet med denna jämförelse är att ge svar på frågan om kreditderivat under vissa omständigheter kan klassificeras som självständiga garantier.

– Avtal om kreditderivat analyseras i denna avhandling även utifrån rättsprinciper och lagstiftning om vadhållning och spel. Anledningen till denna analys är att avtal om kreditderivat är en sådan transaktion som kan resultera i att en part vinner och att motparten förlorar pengar. Dessa vinster eller förluster uppstår genom betalningar som skyddsköparen och skyddssäljaren är skyldiga varandra i samband med avtalet och vissa händelser som utlöser skyddssäljarens betalningsskyldighet. Dessutom kan avtal om kreditderivat ibland vara av en rent spekulativ natur vilket gör att denna avtalstyp möjligtvis klassificeras som avtal om spel eller vadhållning. Frågan om vissa finansiella avtal utgör spel eller vadhållning är inte ny och den har behandlats i litteraturen men utan en definitiv och säker lösning. Om ett avtal om kreditderivat klassificeras som vadhållning eller spel av en domstol eller en myndighet får det avtalet inget skydd av rättsordningen. Det kan inte genomdrivas i domstol. Sådana rättsföljder är inte acceptabla för aktörer som ingår kreditderivatavtal vilket är en anledning att analysera problemet. Syftet med denna analys är alltså att försöka svara på frågan om vissa varianter av kreditderivatavtal kan klassificeras som vadhållning eller spel.

– En annan viktig fråga som analyseras i denna avhandling är kreditderivats muntliga avtalsingående och frågan vid vilken tidpunkt ett kreditderivatavtal kommer till stånd. Svaren på dessa frågor finns inte inom derivaträtten eller *ISDA Documentation* utan inom allmän avtalsrätt. En annan viktig fråga i samband med avtalsingående i kreditderivatavtal är införlivande av *ISDA Documentation* i dessa avtal. Eftersom kreditderivatavtal ingås muntligt, genom telefonsamtal, måste avtalsparter på något sätt inkludera den standardiserade *ISDA Documentation* i avtalet. Det finns ingen rekommendation eller förklaring om detta i *ISDA*s publikationer. Av den anledningen måste man söka svaret på denna fråga i de allmänna avtalsrättsliga principer som reglerar införlivande av standardklausuler vid avtalsingående. Syftet med denna analys är alltså att svara på frågan hur *ISDA Documentation* införlivas i muntliga avtal utifrån de allmänna rättsprinciper som gäller inom allmän avtalsrätt.

– Avtal om kreditderivat dokumenteras med *ISDA Documentation* som är ett omfattande standardavtal. Detta standardavtal har flera syften som både liknar och skiljer sig från standardavtalens syften i övrigt. Även dessa likheter och skillnader analyseras i avhandlingen. Avhandlingen analyserar frågan om *ISDA Documentation* kan uppfattas som handelsbruk och

av vilka aktörer. *ISDA Documentation* är den viktigaste rättskällan för avtal om kreditderivat, vilken egenskap också analyseras. Frågan om bundenhet av *ISDA Documentation* utan dess införlivande i kreditderivatavtal samt utvecklingen av dokumentationen för användning i en globaliserad värld och lanseringen av dokumentationen som en ny finansiell produkt analyseras i detta sammanhang. Syftet med denna analys är att belysa de funktioner som *ISDA Documentation* kan få i olika sammanhang beroende på olika användares status.

– I avhandlingen analyseras finansiella institutioners omsorgsplikt vid avtalsingående. Omsorgsplikten är en aspekt av ett känt avtalsrättsligt problem där avtalsparter inte är likställda vid avtalsingåendet. Den avser en eventuell skyldighet för den överlägsna parten som ingår ett finansiellt avtal att agera på ett visst sätt vid avtalsingåendet. Partens överlägsenhet återspeglas inte främst i dennes ekonomiska styrka eller eventuella dominans på marknaden, utan i en sofistikerad kunskap om ekonomiska förändringar och förmåga att bedöma finansiella risker bättre än motparten. Rättspraxis på detta område medförde införandet av s.k. *non-reliance representations* i *ISDA Master Agreement* från 2002. Parternas överlägsna respektive underlägsna ställning vid ingående av finansiella avtal har uppmärksammats inom EU och blev nyligen föremål för reglering i Europaparlamentets och rådets direktiv om marknader för finansiella instrument, förkortat MiFID.¹ MiFID trädde i kraft den 30 april 2004 och skall vara införlivat i nationell lagstiftning senast den 31 januari 2007 och börja tillämpas senast den 1 november 2007. MiFID omfattar verksamhet av värdepappersbolag, alltså inte kreditderivatavtal, men de principer som den fastställer, samt de principer som fastställts i några rättsfall avseende vissa andra typer av finansiella derivat ger anledning till en analys vars syfte är att belysa och studera innehållet i den s.k. omsorgsplikten vid avtalsingående i avtal om kreditderivat.

– Frågan om avtalens accessoritet eller självständighet i förhållande till den underliggande betalningsförpliktelsen är en komplex fråga. Olika avtalstyper visar olika grad av accessoritet eller självständighet vilket kan visas genom ett enkelt exempel om man jämför borgen och självständiga garantier. Dessutom existerar i både accessoriska och självständiga avtal en grad av subjektivitet som leder till att en part kan kräva motparten på betalning även om motparten anser att betalningsvillkoren inte är uppfyllda. Denna subjektivitet har till en stor del eliminerats från kreditderivatavtalen med användning av en avtalsmekanism som inte brukar tillämpas i samband med privatförhandlade avtal. Denna avtalsmekanism är användningen av media istället för en tredje utomstående person för att fastställa vissa fakta. Denna avtalsmekanism och kreditderivats självständighet i förhållande till den underliggande förpliktelsen är viktiga frågor som också analyseras i denna avhandling. Syftet med denna analys är att fastställa den grad av självständighet och accessoritet som kreditderivat uppvisar i förhållande till den underliggande betalningsförpliktelsen.

– I den första delen av avhandlingen analyseras även frågan under vilka förutsättningar ett avtal kan kallas för en ny avtalstyp. Kreditderivatavtal kallas ofta för en ny avtalstyp vilket väcker intresse bland både praktiserande jurister och teoretiker eftersom det sällan händer att en ny avtalstyp uppkommer i avtalsrätten. Analysen av kreditderivat som en ny avtalstyp består huvudsakligen i jämförelser med vissa existerande avtalstyper som innehåller liknande element som kreditderivat. Syftet med denna analys är att dra en slutsats om kreditderivats säregenhet i förhållande till de övriga avtalstyper som analyserats i avhandlingen.

¹ Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/39/EG av den 21 april 2004 om marknader för finansiella instrument och om ändring av rådets direktiv 85/611/EEG och 93/6/EEG och Europaparlamentets och rådets direktiv 2000/12/EG samt upphävande av rådets direktiv 93/22/EEG.

Den andra delen av avhandlingen, som kallas för ”Kreditderivat – dokumentationsproblem” innehåller problemställningar och analyser av ett antal frågor i samband med *ISDA Documentation*. Både definitionerna och ramavtalet har uppvisat vissa svagheter som är viktiga att uppmärksamma i samband med analys av denna avtalstyp. Dessa svagheter är inte resultat av en eventuell konflikt av vissa avtalsbestämmelser med lagstiftningsregler utan resultat av oklara formuleringar i dokumentationen eller snabb utveckling inom finansiell rätt.

– *ISDA Credit Derivatives Definitions* från 2003 innehåller definitioner av vissa *Credit Events* som är händelser som utlöser skyddssäljarens betalningsskyldighet i avtal om kreditderivat. Dessa händelser avser en s.k. underliggande enhet, alltså inte avtalsparterna. Bland dessa *Credit Events* finns definitionen av *Restructuring* som kan beskrivas som skuldrekonstruktion. Utvecklingen av definitionen av *Restructuring* från den första versionen i *1999 ISDA Credit Derivatives Definitions* till den senaste versionen från 2003 är intressant att analysera på grund av svårigheterna som uppstod med tillämpningen av denna bestämmelse. Dessa svårigheter utgör en viktig svaghet i den standardiserade dokumentationen och därför analyseras de i avhandlingen. Syftet med denna analys är att belysa utvecklingen av en av de viktigaste definitionerna i kreditderivatransaktionerna samt att förklara varför det i dagens läge finns fyra olika definitioner av *Restructuring*, vilket är komplicerat för användare av den standardiserade dokumentationen och kan ses som en brist i denna dokumentation.

– Definitionerna är ett omfattande dokument på nästan 60 sidor med omkring 130 definitioner som egentligen är avtalsbestämmelser som reglerar olika situationer och parternas rättigheter och skyldigheter. De viktigaste definitionerna reglerar *Credit Events*, vilka är händelser som utlöser skyddssäljarens betalningsförpliktelse. Bland de viktigaste definitionerna är de som reglerar fysisk- och kontantuppgörelse, vilka är två uppgörelsemetoder som följer inträffandet av en *Credit Event*. Avtal om kreditderivat är komplicerade transaktioner och *ISDA Documentation*, särskilt definitionerna, innehåller många finesser som inte är lätta att förstå. Dessutom är definitionerna omfattande avtalsbestämmelser som inte är tillräckligt testade i praktiken. Dessa omständigheter resulterar i att avtalsparter inte alltid är säkra beträffande definitionernas effekter och nödvändigheten av att inkludera eller utesluta vissa *Credit Events* i ett konkret avtal. Dessa frågor analyseras också i avhandlingen med syfte att belysa vilka juridiska figurer som i praktiken omfattas av avtal om kreditderivat.

– Det finns en viktig bestämmelse i ramavtalet, *2002 ISDA Master Agreement*, som reglerar parternas ekonomiska ansvar vid förtida hävning. Den äldre versionen av *ISDA Master Agreement* från 1992 innehöll en bestämmelse vars tillämpning resulterade i ett antal tvister. Denna bestämmelse har delvis ändrats i den nya versionen av *ISDA Master Agreement* från 2002 men det är oklart om den nya bestämmelsen och den nya metoden för uträkning av parternas betalningar kommer att fungera i praktiken. Den bestämmelse som reglerar betalningar mellan avtalsparterna vid avtalshävning omfattar skadestandsfrågor som följd av avtalsbrott och som följd av vissa andra avtalshävningsgrunder som regleras i avtalet. Denna bestämmelse analyseras i avhandlingen med syfte att belysa de problem som dess tillämpning orsakat i praktisk användning av ramavtalet.

– *ISDA Master Agreement* är ett ramavtal och skall vara heltäckande så att det reglerar samtliga dispositiva avtalsområden mellan avtalsparterna och inte lämnar många sådana frågor till nationella lagstiftningar. Ett sådant sätt att författa avtal har både fördelar och nackdelar. De nackdelar som visat sig i praktisk tillämpning av ramavtalet är dess avlägsenhet från kreditderivatransaktioner. Ramavtalet återspeglar bankernas generella syn på finansiella

avtal eftersom det innehåller ett stort antal bestämmelser som tagits över från internationella låneavtal. Dessa bestämmelser kan tillämpas på kreditderivatavtal men kan inte ses som helt anpassade till kreditderivat. Detta problem analyseras också i avhandlingen med syfte att belysa förhållandet mellan två viktiga delar av den standardiserade dokumentationen för avtal om kreditderivat nämligen *ISDA Master Agreement* och *ISDA Credit Derivatives Definitions*.

– Den senaste utvecklingen av *ISDA Documentation*, som används för kreditderivattransaktioner, har gett anledning till ytterligare analys. Kreditderivattransaktioner har numera utvecklats så att de i vissa fall kopplas till ett index av underliggande enheter, alltså till ett större antal underliggande enheter. En stor spridning av sådana kreditderivattransaktioner har skapat svårigheter vid genomförandet av fysiska uppgörelser mellan avtalsparter. Det var anledningen till att *ISDA* ingrep, under år 2005 och 2006, i tusentals kreditderivattransaktioner där *ISDA* erbjöd vissa lösningar som accepterats av ett stort antal avtalsparter. Denna företeelse, att en internationell organisation ingriper vid tillämpningen av en standardiserad avtalsdokumentation, är inte vanlig inom standardavtalsrätten. Denna fråga analyseras också i Del II i syfte att belysa denna aspekt av kreditderivattransaktioner och förklara nödvändigheten av uppdateringen av den standardiserade dokumentationen på grund av den snabba utvecklingen av finansiell rätt.

1.4 Metod

Avtal om kreditderivat är skapade för en internationell tillämpning mellan aktörer som agerar på den internationella finansmarknaden och har bokstavligen uppfunnits av dessa aktörer. Avtal om kreditderivat har ingen stark koppling till något visst rättssystem och avtalstypen är inte reglerad i någon lagstiftning. Analysen av kreditderivatavtal i denna avhandling visar att avtalets ambition är att avlägsna sig från nationella rättssystem och ersätta nationella lagregler med självkonstruerade regler. Reglerna är alltså direkt skapade för en internationell tillämpning utan bakgrund i något nationellt rättssystem. Avtal om kreditderivat dokumenteras i de flesta fall av *ISDA Documentation*. Denna innehåller bland annat bestämmelser som reglerar rättsföljder av avtalsbrott, anledningar till förtida avtalshävningar, parternas betalningar och metoder för uträkning av dessa betalningar vid avtalshävningar och så vidare. *ISDA* har haft för avsikt att genom sin dokumentation reglera allt som faller inom dispositiv rätt och lämna till nationella lagstiftningar endast det som regleras av tvingande lagregler.

Den standardiserade avtalsdokumentationen tar alltså en central plats som material för denna avhandling.

Även om *ISDA* verkligen ansträngt sig att författa ett väldigt omfattande standardavtal kan man konstatera att det inte är möjligt att författa ett avtal som skall vara heltäckande utan koppling till någon nationell lagstiftning. Därför berörs kreditderivatavtal av nationella rättssystem och påverkas av lagregler, rättspraxis och allmänna rättsprinciper. När det gäller svensk rätt berörs kreditderivat av lagbestämmelser om bank- finansierings-, och försäkringsverksamhet och dessa lagbestämmelser, med förarbeten, analyseras i avhandlingen. Dessutom analyseras lagbestämmelser om spel. Svensk rättspraxis samt avtalsrättsliga rättsprinciper som är tillämpliga på kreditderivattransaktioner utgör också en viktig källa för denna avhandling. Detta gäller även vissa rättsprinciper som reglerar allmänna standardavtalsrättsliga frågor som är viktiga för denna avhandling.

Vissa problemställningar har också analyserats utifrån engelsk rätt, i vissa fall utifrån domstolsprejudikat och i vissa fall utifrån engelsk lagstiftning.

Materialet för avhandlingen är blandat eftersom det omfattar den standardiserade avtalsdokumentationen, svenska lagtexter, förarbeten, rättspraxis och allmänna avtalsrättsliga principer samt vissa engelska lagtexter och engelska rättsprejudikat.

Behandling av ett sådant blandat material kräver alltså en kombinerad metod och den metod som tillämpats i denna avhandling kan beskrivas som en kombination av en internationell metod för tolkning av standardavtal, en sammanvägande metod¹ för tolkning av svensk rätt och en komparativ metod när det gäller analys av engelsk rätt.

Den internationella metoden har tillämpats i svenska studier av liknande internationella standardavtal eller internationella rättsprinciper, regler och praxis.² Den internationella metoden har också kallats för ”*anational method*”³ därför att varje annan metod skulle grundas på ett nationellt rättssystem. Den internationella, eller icke-nationella, metoden har visat sig vara den mest lämpliga för analys av den standardiserade dokumentationen. Avsikten med dokumentationen var att den skulle gälla på samma sätt överallt, oavsett vilka som avtalsparter och till vilket rättssystem avtalet kopplas. Kreditderivatets avtalskoncept och reglering av parternas rättigheter och skyldigheter utgår från vissa avtalsrättsliga, insolvensrättsliga, obligationsrättsliga och övriga rättselement som anses vara kända i varje rättssystem. Avtalet generaliserar dessa rättsbegrepp och använder dem oavsett i vilket rättssystem händelser som kopplas till avtalet inträffar. Den internationella metoden används alltså för att fastställa vad som gäller enligt standardavtalet generellt.

En sammanvägande metod för tolkning av svensk rätt innebär att lagtext, som inte reglerar kreditderivatavtal, måste tolkas tillsammans med andra källor i svensk rätt när man försöker hitta svar på problemställningar i denna avhandling. Det handlar alltså inte om t.ex. extensiv eller restriktiv lagtolkning eller om teleologisk lagtolkning⁴ eftersom lagregler inte är oklara i förhållande till kreditderivatavtal. Lagreglerna säger nämligen ingenting om denna avtalstyp och det är oundvikligt att använda förarbeten, rättspraxis och allmänna rättsprinciper tillsammans med lagtexter för att fastställa vad som gäller enligt svensk rätt.

När det gäller engelsk rätt räcker det inte att konstatera att komparativ metod tillämpats. Eftersom engelsk lagtext också har analyserats är det viktigt att påpeka skillnaden mellan lagtolkning av engelsk lagtext och svensk lagtext. I engelsk rätt är den grundläggande och den viktigaste lagtolkningsmetoden s.k. *literal rule* där man söker bokstavlig och vanlig betydelse av varje ord i lagtexten. Denna betydelse brukar jurister söka först i lexikon och sedan i juridiska källor. Endast om denna tolkning resulterar i en absurd slutsats får man övergå till andra tolkningsmetoder.⁵ Det är viktigt att konstatera att de tolkningar av engelsk lagtext som analyserats eller citerats i denna avhandling alltid är gjorda enligt *the literal rule*.

Eftersom ämnet för denna avhandling är ett avtal och den viktigaste rättskällan är en standardiserad dokumentation för detta avtal, är det nödvändigt att även beskriva den

¹ J. Hellner, Metodproblem i rättsvetenskapen, Studier i förmögenhetsrätt, Visby, 2001, s.182 ff.

² L. Gorton, Rembursrätt, Stockholm, 1980, s. 13-17; J. Ramberg, International Commercial Transactions, 3 uppl, Stockholm, 2004, s. 15.

³ J. Ramberg, International Commercial Transactions, 3 uppl, Stockholm, 2004, s. 15.

⁴ B. Lehrberg, Praktisk juridisk metod, 3 uppl., Uppsala, 1996, s.76-82.

⁵ W.J. Morrison, A. Gearey, K. Malleson, Common law reasoning and institutions, London, 2004, s. 164-167.

avtalstolkningsmetod som tillämpats i denna avhandling. Det är klart att avtalstolkning av en standardiserad dokumentation som författats av en internationell branschorganisation där båda avtalsparterna brukar vara representerade skiljer sig från tolkningen av enstaka individuellt förhandlade och icke-standardiserade avtal. En standardiserad dokumentation som är författad för användning av ett stort antal användare världen över kräver alltså en anpassad avtalstolkningsmetod. Som grundläggande svensk tolkningsmetod används språkinriktad metod¹ som huvudsakligen motsvarar den engelska *literal* tolkningsmetoden som är en bokstavstolkningsmetod.² Med hänsyn till kreditderivats komplexitet och särskilt med hänsyn till definitionerna av *Credit Events* som omfattar ett antal rättsfigurer som är reglerade i nationella lagstiftningar, som t.ex. konkurs, har även norminriktad³ metod tillämpats. Endast med hjälp av en sådan metod kan man verkligen fastställa om en händelse som inträffat i en främmande rättsordning kan betraktas som *Credit Event*. Vissa oklarheter i den standardiserade dokumentationen som reglerar parternas betalningar i fall av hävning av avtalet har i engelsk rätt lösts med en annan kompletterande avtalstolkningsmetod som har till grund transaktionens kommersiella syfte.⁴ Denna metod kallas även för *purposive approach*⁵ och är lämplig för tolkning av oklara avtalsbestämmelser när en bokstavstolkningsmetod leder till orimliga eller absurda tolkningsresultat.

1.5 Avgränsning

Avtal om kreditderivat hör typmässigt till en större grupp av avtal om finansiella derivat. Dessa kan indelas i derivatavtal som handlas på börser och privat förhandlade avtal mellan avtalsparter eller OTC⁶-avtal. Avtal om finansiella derivat kan även indelas i standardiserade och icke-standardiserade avtal. Finansiella derivat som handlas på börser är standardiserade avtal medan privat förhandlade derivatavtal kan vara både standardiserade och s.k. skräddarsydda avtal som författas för parternas tillfälliga behov. Det standardiserade avtal som blivit dominerande inom den globala OTC-handeln med finansiella derivat är *ISDA Master Agreement*.⁷ Avtal om kreditderivat är alltså ett OTC-avtal som privatförhandlas mellan avtalsparter och oftast dokumenteras med en delvis standardiserad dokumentation, s.k. *ISDA Documentation*.

I denna avhandling analyseras varken finansiella derivat som handlas på börser eller privatförhandlade OTC-finansiella derivat av annan typ än kreditderivat. Avhandlingen behandlar endast avtal om kreditderivat som är en ny avtalstyp i förhållande till andra typer av finansiella derivat och som skiljer sig väsentligt från andra typer av derivatavtal avseende parternas rättigheter och skyldigheter samt mekanismer som utlöser vissa specifika betalningsskyldigheter.

Vissa typer av finansiella derivatavtal kopplas till de stora finansiella skandaler som inträffade i mitten av 1990-talet och som väckte stor misstänksamhet mot dessa avtalstyper. Avtal om kreditderivat fanns inte bland de derivattyper som ”drabbats” av dessa skandaler och har inte nämnts i sådana sammanhang. Avtal om kreditderivat har blivit föremål för väldigt få tvister vilket är ett positivt tecken när det gäller avtalens tillämpning.

¹ J. Ramberg, C. Ramberg, Allmän avtalsrätt, 6 uppl., Stockholm, 2003, s. 187-188.

² E. McKendrick, Contract Law, 5 uppl., Basinstoke, 2003, s. 199.

³ J. Ramberg, C. Ramberg, s. 201-202.

⁴ E. McKendrick, Contract Law, s.200.

⁵ Deutsche Genossenschaftsbank v. Burnhope [1995] 1 WLR 1580.

⁶ Over the Counter

⁷ L. Afrell, H. Klahr, P. Samuelsson, Lärobok i kapitalmarknadsrätt, 2 uppl., Stockholm, 1998, s. 96.

Avtal om kreditderivat existerar och används på den internationella finansmarknaden vilken karakteriseras av en ständig förändring som följd av globalisering, tillämpning av nya teknologier och förändring av aktörerna. Dessa förändringar har också resulterat i förändringar i lagstiftningar som reglerar aktörernas verksamhet. Reglerna faller traditionellt inom offentlig rätt men avhandlingen fokuseras på privaträttsliga aspekter av avtal om kreditderivat och inte på de offentligrättsliga. De offentligrättsliga aspekter som inkluderats i avhandlingen har till syfte att bidra till en bättre förståelse av de privaträttsliga aspekterna.

1.6 Rättskällor

När denna avhandling påbörjades för flera år sedan fanns det ett relativt begränsat antal källor inom detta rättsområde, som ibland kallas för derivaträtt.¹ Denna situation har delvis förändrats på senare tid och ett lite större antal källor har tillkommit, särskilt när det gäller juridisk litteratur och rättspraxis. I mitten och mot slutet av 1990-talet fanns det frågor i samband med tillämpning av avtal om kreditderivat som inte var fullständigt besvarade. De frågorna har numera diskuterats i litteraturen och vissa lösningar av problemställningarna anses vara allmänt accepterade i vissa kretsar av användare av kreditderivat. Nedan följer en kort beskrivning av rättskällor som använts för denna avhandling. Beskrivningen är kort med hänsyn till att dessa rättskällor redan har nämnts i de föregående avdelningarna.

1.6.1 Standardavtal

Standardavtal utgör en viktig rättskälla för denna avhandling. Med standardavtal menas *ISDA Documentation* som är den enda standardiserade dokumentation för kreditderivatstransaktioner. Det har redan förklarats att denna dokumentation är omfattande, sammanlagt 115 sidor, och att den består av tre delar, *2003 ISDA Credit Derivatives Definitions, Confirmation* och *2002 ISDA Master Agreement*. Definitionerna från 2003 har utvecklats från en äldre version från 1999 och *2002 ISDA Master Agreement* har utvecklats från en äldre version från 1992. *ISDA Documentation* för kreditderivat innehåller ett stort antal bestämmelser som reglerar förhållanden som vanligtvis inte inkluderas i standardavtal. *ISDA Documentation* har en egenskap av internationellt regelverk som de flesta aktörer som ingår kreditderivatstransaktioner accepterar och tillämpar eftersom andra regler för denna transaktionstyp inte existerar. Dokumentationens spridning och acceptans bland aktörer som agerar på den internationella finansmarknaden är viktiga element för värdering av denna rättskälla i förhållande till andra rättskällor. Även om *ISDA Documentation* i vissa avseenden fortfarande är under utveckling är denna dokumentation en av de viktigaste rättskällor som används i avhandlingen.

1.6.2 Juridisk litteratur

En annan viktig rättskälla för denna avhandling är juridisk litteratur. Juridiska texter som behandlar olika avtal om derivat- och kreditderivat är praktiska på det sättet att deras författare i de flesta fall är praktiserande jurister vilket innebär en intressant koppling mellan doktrin och praxis. Därtill hittar man även juridiska texter som författats av akademiker vilket är viktigt eftersom dessa källor kompletterar varandra.

¹ A. Hudson, *The Law on Financial Derivatives*, 3 uppl., London, 2002, para 3-03.

Inom källan juridisk litteratur bör man inkludera även utlåtanden av olika advokater eller advokatbyråer som *ISDA* beställt för att klargöra vissa juridiska frågor som berör avtal om derivat och avtal om kreditderivat. På detta sätt har *ISDA* skaffat sig en specifik samling av juridiska utlåtanden från stora advokatbyråer i de flesta länder där derivattransaktioner pågår. *ISDA*s medlemmar som ingår derivattransaktioner världen över och befärar att *ISDA Master Agreement* kan komma i konflikt med en nationell lagstiftning kan läsa advokatutlåtandet från landet i fråga och informera sig om rättsläget innan de ingår avtalet. Vid värderingen av denna rättskälla bör man dock ta hänsyn till att dessa utlåtanden bör särskiljas från utlåtanden som inhämtas från juridiska experter i samband med en pågående tvist. Vid en tvist kan man tänka sig en viss partiskhet från expertens sida därför att denne blivit anlitad av endast en part. När det gäller utlåtanden som *ISDA* skaffat i förväg, alltså med ett preventivt syfte, borde någon partiskhet inte föreligga eftersom det inte finns några tvistande parter i frågan.

När det gäller juridisk litteratur som behandlar finansiella derivat kan man nämna att även engelska tidningsförlag nu för tiden publicerar ekonomisk och juridisk litteratur och säljer den världen runt. Några titlar handlar om derivattransaktioner. Dessa utgåvor är av varierande kvalitet och kan i vissa fall betecknas som handböcker för användning av derivat i vardagsarbetet. Även i sådana böcker kan man ibland hitta en problemställning som definierats av en praktiker på ett intressant sätt.

När det gäller andra rättsområden som berörs av denna avhandling som till exempel allmän avtalsrätt, bolagsrätt, insolvensrätt och liknande, kan man hitta många fler rättskällor såväl inom svensk som inom engelsk rätt.

1.6.3 Rättspraxis

Det finns ett antal rättsfall som är viktiga för analysen av avtal om kreditderivat. Några av dessa rättsfall avser andra typer av derivatavtal men ger klara riktlinjer för avtal om kreditderivat. Därtill finns några rättsfall som specifikt avser avtal om kreditderivat och tillämpningen av några av de viktigaste bestämmelserna i sådana avtal. Nästan samtliga dessa rättsfall kommer från engelska domstolar och eftersom rättspraxis är en så viktig rättskälla i engelsk rätt har dessa rättsfall blivit analyserade, kommenterade och citerade av många författare. Ändå kan man konstatera att det finns några avgörande rättsfrågor avseende avtal om kreditderivat som aldrig prövats i rättspraxis. En anledning till detta är den relativt korta tidsperiod som avtal om derivat och särskilt avtal om kreditderivat funnits. En annan anledning till att det inte finns fler rättsfall avseende avtal om kreditderivat är att aktörer på derivatmarknaden undviker tvister i största möjliga mån. Dessa aktörer är i de flesta fall etablerade finansiella institutioner som vill bibehålla sitt goda rykte och inte förlora det genom inblandning i en tvist som senare kommer att analyseras och kommenteras av många nyfikna jurister och forskare.

När det gäller svensk rättspraxis som rättskälla för denna avhandling skulle man kunna tänka sig att den inte ger mycket material eftersom rättsfall som handlar om avtal om kreditderivat aldrig prövats i svenska domstolar. Ändå har det visat sig att svensk rättspraxis är en viktig rättskälla där man kan hitta intressanta juridiska resonemang som passar inom detta avhandlingsämne. Detta gäller särskilt diskussionen om avtalets juridiska natur där svensk rättspraxis har behandlat liknande situationer och fastställt bedömningskriterier som är användbara även i detta sammanhang.

1.6.4 Lagtext och förarbeten

Det finns ingen lag som reglerar avtal om kreditderivat vilket gör att lagtext inte kan användas som en direkt rättskälla för avhandlingsämnet. Å andra sidan finns det ett antal lagregler som berör avtal om derivat på ett indirekt sätt och utgör viktiga rättskällor för denna avhandling. Bland dessa finns till exempel lagbestämmelser som reglerar försäkringsavtal och spel samt lagbestämmelser om bank-, finansierings- och försäkringsrörelse som också är viktiga för analysen av kreditderivats juridiska natur.

När det gäller svensk rätt har ett antal förarbeten använts som värdefulla rättskällor. Dessa rättskällor behandlar inte avtal om kreditderivat men det har visat sig att förarbetena ofta innehåller intressanta juridiska resonemang som är tillämpliga på frågor gällande avtal om kreditderivat. Ett sådant exempel där förarbetena använts som en viktig rättskälla är analysen av förhållanden mellan kreditförsäkringsavtal och bankgaranti i en utredning om försäkringsrörelse och försäkringsväsendet från 1987.¹

1.7 Användning av och skrivsätt för engelska

Användning av engelska ord och uttryck är inte önskvärt i en svensk juridisk text. Av den anledningen försöker författare ofta översätta engelska juridiska begrepp till svenska vilket kanske är det bästa alternativet när det handlar om ett begränsat antal begrepp. Ibland har engelska ord kommit till användning i det svenska språket i en något förändrad form. Ett par sådana exempel är nettning som kommer från det engelska ordet *netting* och swapp eller swappar som kommer från det engelska ordet *swap*. Av dessa två ord används endast den svenska versionen nettning i denna avhandling. Ordet swapp kopplas i svenska ofta till avtal om byte av räntesatser² eller valutakurser mellan två avtalsparter. Dessa avtal är derivatavtal men inte kreditderivatavtal. För att undvika missförstånd används i denna avhandling det engelska ordet *swap* för att beteckna den viktigaste typen av kreditderivatavtal som kallas för *credit default swap*. När det gäller engelskans *delivery* har detta ord i engelska språket flera betydelser, bland annat den juridiska betydelsen överlåtelse av ett instrument. Inom vissa rättsområden och i vissa svenska juridiska texter³ används ordet leverans som ett juridiskt begrepp för att beteckna en sådan överlåtelse. Ändå har denna betydelse av ordet leverans inte blivit allmänt känd och för försiktighetens skull används i denna avhandling det engelska ordet *delivery* eller det svenska ordet överlåtelse.

Det framgår av exemplet ovan att det inte är lätt att välja ett bra alternativ för användning av engelska ord och uttryck i en svensk juridisk text. I denna avhandling används ett stort antal engelska ord och uttryck och några av dem är svåra att översätta. Av den anledningen är engelska juridiska begrepp i denna avhandling skrivna på engelska. På detta sätt är det möjligt att urskilja engelska juridiska begrepp från svenska juridiska begrepp som oftast inte har ett identiskt innehåll.

Vissa engelska juridiska begrepp är skrivna med stor bokstav för att beteckna de specifika begrepp som används i *ISDA Documentation*. Enligt engelsk avtalsskrivningsteknik skriver man sådana begrepp som är definierade i avtalstexten på det sättet. Eftersom *ISDA Documentation* är ett avtal som innehåller ett större antal specifika begrepp är det nödvändigt

¹ SOU 1987:58

² L. Afrell, H. Klahr, P. Samuelsson, s. 322.

³ L. Afrell, H. Klahr, P. Samuelsson, s. 318.

att i denna avhandling kunna urskilja *ISDAs* avtalsbegrepp från övriga engelska juridiska begrepp.

1.8 Dispositionen

Dispositionen av denna avhandling har redan beskrivits ovan i avdelningen "Närmare om problemställningarna".

DEL I

KREDITDERIVAT I RÄTTSSYSTEMET

1. ALLMÄNT OM KREDITDERIVAT

1.1 Inledning

I detta kapitel analyseras tre grundläggande typer av kreditderivatavtal vilka kallas för *credit default swap*, *credit linked notes* och *total return swap*. Den första typen *credit default swap* är den viktigaste typen av kreditderivat som tillämpas mest i praktiken och därför utgör *credit default swap* huvudämnet i denna avhandling. Av den anledningen används i denna avhandling ordet kreditderivat som synonym för *credit default swap*. *ISDA Credit Derivative Definitions*, som är den viktigaste delen av *ISDA Documentation*, reglerar endast *credit default swap* medan de övriga två typerna av kreditderivat dokumenteras inte med denna standardiserade dokumentation. Inledningsvis anges några korta uppgifter om utveckling av kreditderivat och ekonomiska förutsättningar för kreditderivats uppkomst. Sedan analyseras de tre typerna av avtal om kreditderivat.

1.2 Problemställning

Denna avhandling handlar om kreditderivatavtal som anses vara en ny avtalstyp. Tillämpning av denna avtalstyp väcker många frågor och oklarheter som analyseras senare i denna avhandling. För att kunna förstå och analysera dessa problem är det nödvändigt att beskriva avtalens struktur och parternas rättigheter och skyldigheter. *Credit default swap* verkar vara ett reellt enkelt avtal men efter att man analyserat det inser man att det behövs många avtalsbestämmelser för att reglera parternas inbördes förhållanden. *Credit linked notes* har många gemensamma element med *credit default swap* medan *total return swap* skiljer sig avsevärt från *credit default swap*. *Total return swap* beskrivs endast översiktligt.

1.3 Kort om kreditderivats uppkomst

Kreditderivat är en av de s.k. derivatprodukterna vars tillämpning började för ungefär tio år sedan. Begreppet kreditderivat inkluderar flera typer av transaktioner vars syfte är att hantera kreditrisker genom risköverföring mellan olika aktörer.¹ Förutom risköverföring till andra aktörer används kreditderivat även för riskbegränsning.² Som en innovation på finansmarknaden väckte kreditderivatstransaktionerna ett stort intresse i finansvärlden och blev ämne för många diskussioner, konferenser och seminarier. Ändå blev det inte klart i vilken utsträckning dessa transaktioner tillämpades eftersom en utförlig statistik saknades. Detta beror på att kreditderivat är sådana instrument som ingås direkt mellan avtalsparter på OTC - marknaden och inte handlas på börser. Enligt en uppskattning från 1998 var omsättningen av kreditderivat under hela året mellan 150 och 200 miljarder USD vilket inte var särskilt imponerande jämfört med övriga typer av derivatstransaktioner.³ Sedan dess har tillämpningen

¹ F. Taylor, *Mastering Derivatives Markets*, 2 uppl., London, 2000, s. 272.

² S. Das, *Credit Derivatives and Credit Linked Notes*, 2 uppl., Singapore, 2000, s. 7.

³ P. Varotsis, *Credit derivatives: a revolution in the financial markets*, publicerad i Euromoney Publications, *Credit Derivatives – Applications for Risk Management*, London, 1998, s. 1.

av kreditderivat ökat dramatiskt. ISDA¹ har samlat uppgifter och publicerat statistik över tillämpning av kreditderivat från år 2001. En halvårsstatistik för år 2001 visade en omsättning på 631,5 miljarder USD vilken ökade till 918,9 miljarder USD i slutet av 2001 (en ökning på 45 %). I slutet av år 2003 visade ISDA:s statistik en omsättning av kreditderivat på 3580 miljarder USD. Den totala kreditderivatmarknaden omfattar idag ett totalt utestående belopp på 20000 miljarder USD. Denna marknad kan jämföras med hela världens aktiemarknad på 40000 miljarder USD och hela världens obligationsmarknad på 50000 miljarder USD.²

Den första förutsättningen för en kreditderivattransaktion mellan två parter är att en tredje parts kredit föreligger. Till denna kredit kan en kreditderivattransaktion kopplas på många olika sätt. En kredit föreligger i ett rättsförhållande där en avtalspart antingen köper något som skall betalas senare eller lånar pengar som skall återbetalas senare.³ En kredit innebär alltid en risk att kredittagaren inte kommer att fullgöra sin förpliktelse. Denna risk kallas för motpartsrisk och avser alltså kredittagarens förmåga att fullgöra sin betalningsförpliktelse. Man kan konstatera att varje ekonomisk verksamhet innehåller kreditrisker. Troligtvis finns det inga företag som inte har åtminstone en liten kreditrisk. Det kan vara endast en månad eller kortare tid som avser betalning av företagets fakturor men även under den tiden föreligger det en exponering för kreditrisk. Man säger att varje företag har en konstant kreditrisk vilket gör att kreditrisk är den viktigaste riskfaktorn.⁴ Krediter är alltså underliggande transaktioner för kreditderivattransaktioner som reglerar riskernas överlåtelse på andra parter. Det finns även andra risktyper som beaktas vid kreditderivattransaktioner,⁵ som behandlas senare i denna avhandling.

En explosionsartad utveckling av kreditderivat i världen har nyligen bedömts som en möjlig anledning för en ny internationell finansiell kris. Grunden för en sådan uppfattning hittar man i de enorma volymer som kännetecknar marknaden för kreditderivat, vissa ekonomiska riskfaktorer, samt ”oklarheter i de legala konstruktionerna”.⁶ Dessa oklarheter analyseras i Del II av denna avhandling.

Ekonomiska aspekter av kreditderivat har diskuterats i den ekonomiska litteraturen och det finns analyser av olika risker, riskberäkningar, riskmodellering, prissättning av olika kreditderivat osv. Dessa ekonomiska studier bidrar till en bättre förståelse av kreditderivattransaktioner och det är därför av intresse att beskriva vissa ekonomiska förutsättningar för kreditderivattransaktioner och finansiella effekter som avtalsparter åstadkommer genom sådana transaktioner. Nedan följer en kort och enkel beskrivning av dessa förutsättningar och effekter vars syfte är att underlätta förståelsen av de juridiska aspekterna av kreditderivattransaktioner.

1.4 Ekonomiska förutsättningar för kreditderivattransaktioner

För tio år sedan var det inte möjligt att åstadkomma en transaktion som separerade kreditrisken från t.ex. ett lån eller en obligation. En långivare eller en obligationsinnehavare fick hela avkastningen för sin investering men var exponerad för risken att gäldenären inte

¹ International Swaps and Derivatives Association, www.isda.org.

² J. Lybeck, Flera riskfaktorer gör kreditderivat explosive, Dagens industri, den 3 juni 2006, s.3

³ D. Keenan, S. Riches, Business Law, 5 uppl., London, 1998, s. 335.

⁴ I. Nelken, Implementing Credit Derivatives, Strategies and Techniques for Using Credit Derivatives in Risk Management, New York, 1999, s. 2.

⁵ M. Haubenstock, P. Cossey, J. Davies, Risk management in a credit derivatives business, publicerad i Euromoney Publications, Credit Derivatives – Applications for Risk Management, London, 1998, s. 35.

⁶ J. Lybeck, Dagens industri, den 3 juni 2006, s.3

skulle betala sin skuld. Situationen avseende möjligheten att separera kreditrisken från innehavet av investeringen har ändrats genom tillkomsten av kreditderivat. Dessa transaktioner har tillkommit som ett uttryck för behov som den finansiella marknaden haft i perioden innan. Kreditriskbehandling som inkluderar även andra tekniker förutom kreditderivat anses i allmänhet vara en av de viktigaste innovationerna under 1990-talet.¹ Nedan beskrivs i korthet vissa ekonomiska förutsättningar och ändringar på den finansiella marknaden som påverkat utvecklingen och tillämpningen av kreditderivat.

1.4.1 Förhållandet mellan kreditgivare och kredittagare

Banker är de viktigaste aktörerna på den finansiella marknaden och de har bidragit mest till utvecklingen av kreditderivattransaktionerna. Förhållanden mellan avtalsparter i samband med kredit kan lättast analyseras utifrån låneavtal mellan banker och deras företagskunder. Banker har vanligtvis utvecklat sin verksamhet till specifika områden vilket innebär att deras portföljer är koncentrerade till vissa geografiska regioner eller till vissa industribranscher. I svåra ekonomiska perioder som drabbar olika branscher, stater eller större geografiska områden kan en bank bli svårt drabbad genom att dess låntagare blir insolventa och inte kan återbetala sina lån.

För att undvika sådana situationer och sådana koncentrerade risker vill banker avlasta dessa risker från sina portföljer. Ett klassiskt sätt att göra detta är att sälja vissa fordringar till andra banker eller finansiella institutioner. Försäljning av fordringar kan emellertid påverka förhållandena mellan banker och deras företagskunder negativt eftersom dessa förhållanden har utvecklats under en längre tid och innebär mer än endast en risk i portföljen. Banker tjänar mycket pengar på sina kunder och kunderna är känsliga för sådana ändringar. Dessutom kan en försäljning av fordringar på en solvent kund negativt påverka kundens kreditvärdighet eller t.o.m. resultera i kreditvärdighetens nedgradering.

Många företagskunder genomför sina olika finansiella transaktioner genom sin bank, t.ex. obligationslån eller strukturerade finansiella affärer där banken tar höga avgifter utan att den blir utsatt för risker. Speciellt i sådana situationer är det svårt att förklara för kunden att banken vill sälja dennes skuld. Det kan resultera i att banken förlorar sina kunder.²

Lösningen för sådana situationer hittar banker numera i kreditderivattransaktioner som möjliggör överföring av risker från egen portfölj utan överlåtelse av fordran och utan att bankkunder och låntagare får reda på det.

1.4.2 Problem med nya risker

Banker brukar ha viktiga företagskunder som redan lånat stora belopp, vilket utgör en stor koncentrationsrisk i deras portföljer. Sådana kunder brukar söka nya lån vilket kan vara ett stort problem för banken. Å ena sida kan banken inte ta nya risker på samma kund men å den andra är denna kund mycket viktig för banken. Om banken avslår ansökan om ett nytt lån kan kunden lämna banken och hitta en annan bank. Om banken beviljar lånet tar den en ovanligt hög risk vilket den bör undvika. Om bankens verksamhet dessutom är koncentrerad till ett geografiskt område där även bankens övriga kunder placerat sin verksamhet blir banken väldigt sårbar på två sätt. Den första risken avser negativa förändringar i regionens ekonomi vilka påverkar bankens samtliga kunder. Sådana risker som är kopplade till varandra kallas

¹ A. Steinherr, *Derivatives, The Wild Beast of Finance*, Chichester, 2000, s. 274.

² I. Nelken, s. 2.

för korrelationsrisker. Den andra risken avser den stora kunden och möjligheten att denne hamnar i finansiella svårigheter eller drabbas av insolvens.

Tidigare var banker tvungna att lösa sådana situationer genom att välja mellan två alternativ och acceptera de negativa konsekvenser som det valda alternativet innebar. I dagens situation har banker möjlighet att bevilja nya lån, ta nya risker och samtidigt överföra dessa risker till en annan aktör. Detta åstadkommer man genom kreditderivattransaktioner, som inte kräver överlåtelse av lånefordran till en annan fordringsägare.¹

1.4.3 Spridning och avkastning

För kanske tio år sedan, innan kreditderivattransaktionerna utvecklades var *credit spread* - räntespridning hög, ibland 600 baspunkter (6 %) för fordringar med höga risker. Spridning är den skillnad mellan den ränta som banker kräver vid utlåning till sina låntagare och den ränta som banker betalar för att skaffa kapital eller skillnaden mellan sälj- och köpkurs på värdepapper. Vid en spridning på 600 baspunkter kände sig banker inte osäkra avseende lån kopplade till höga risker. En hög spridning försäkrade bankerna höga inkomster och även om förlust inträffade i vissa fall, kunde inkomster från övriga lån täcka sådana förluster. Bankerna hade därför inte samma behov av riskskydd på den tiden.

Situationen avseende räntespridning har drastiskt ändrats sedan dess. Räntespridningen är numera väldigt låg vilket innebär att priset på kapital som banker betalar är högt och att räntan som de får vid utlåning endast är något högre. Om banken numera har en räntespridning på 50 baspunkter (0,5 %) blir inkomsten betydligt lägre och det blir allt svårare att täcka en förlust. Denna situation kräver en stor försiktighet när banker lånar ut pengar till olika låntagare. Dessutom är banker numera mycket mer intresserade av att hitta riskskydd för sina portföljer som numera är mycket mer känsliga för risker än tidigare.

Å andra sidan finns det institutionella placerare dvs. finansiella institutioner som investerar sitt eget kapital eller kapital som de förvaltar i aktier, obligationer eller på annat sätt. Dessa investerare söker också avkastning på sitt kapital. Tidigare kunde man ta höga risker och få väldigt hög spridning men nuförtiden är spridningen låg och institutionella placerare söker andra sätt att tjäna pengar. Ett sätt är att sälja riskskydd till t.ex. banker mot betalning. Om ingenting inträffar under skyddsperioden tjänar sådana skyddssäljare pengar. På detta sätt får institutionella placerare möjlighet att ta del av lånemarknaden utan att låna ut pengar, utan kostnader för ingående av låneavtal och utan kostnader för låneadministration som kvarstår på motparten.²

1.4.4 Globalisering och demokratisering av finansvärlden

Utvecklingen av informationsteknologi och tillgängligheten av information har resulterat i att vem som helst nuförtiden kan investera överallt i världen. För femton år sedan var en bank i t.ex. staten Utah i USA begränsad till sitt geografiska område och kunde investera i amerikanska obligationer och amerikanska aktier. Denna bank kan numera via Internet få tillgång till t.ex. årsredovisningar eller kvartalsrapporter från japanska företag, skriva på engelska och investera i Japan lika lätt som i USA. Genom Internet är all information tillgänglig och en investerare har mycket större möjligheter att investera globalt. Gamla

¹ I. Nelken, s. 3.

² S. Das, s. 7-8.

begränsningar i finansvärlden försvinner. Denna process kallas för globalisering och demokratisering av finansvärlden.¹

I den globaliserade finansvärlden har bankens roll förändrats. Tidigare hade banker tillgång till särskild information men nuförtiden har alla bankens kunder tillgång till samma information och förväntar sig därmed något annat från banken. Det är nämligen så att både banker och alla andra aktörer på marknaden har för mycket information och att aktörer på marknaden behöver hjälp med att analysera informationen och dra nytta av den. Det räcker inte för en aktör på marknaden att läsa tusentals rapporter och hundratusentals siffror som är tillgängliga varje dag. På vilket sätt är all denna information viktig för just denne aktör? Det behövs någon som kan strukturera informationen och dra slutsatser och särskilt bedöma framtida risker. Bedömning och hantering av risker är därför ett nytt inslag i bankernas verksamhet. Denna verksamhet baseras på kunskap om hur man använder information, bedömer och hanterar risker på olika marknader.

En annan effekt av globaliseringen är en snabb spridning av avtal om kreditderivat under en kort tid. När de första kreditderivattransaktionerna ingicks 1993 var det ett par banker som var pionjärer i denna verksamhet. Sedan har andra banker accepterat denna avtalstyp och tillämpat den alltmer. Det finns en bedömning att i dagens läge nästan hälften av alla aktörer på den internationella finansmarknaden på något sätt har medverkat i kreditderivattransaktioner. Det finns ändå ett antal aktörer som dominerar kreditderivatverksamheten och man räknar med att det handlar om ungefär 30 stora, globaliserade banker och finansiella institutioner.²

1.4.5 Riskmätning och riskmodeller

Banker har utvecklat mycket sofistikerade metoder för mätning av marknads- och kreditrisker, s.k. riskmodeller. En riskmodell är ett mycket sofistikerat dataprogram som man kan anpassa till sin verksamhet med antaganden om ekonomiska, politiska eller andra förändringar och korrelationer mellan olika händelser³ för att sedan räkna ut eventuella förluster eller risker som påverkar den egna portföljen.⁴ Genom dessa beräkningar kommer man till ett resultat och en riskspridning som kan vara tillfredsställande för den egna portföljen. Efter att man fastställt vad man vill åstadkomma söker man andra aktörer på marknaden som tänkbara motparter för bl.a. kreditderivattransaktioner för överlåtelse av risker på andra parter. Utvecklingen av sofistikerade riskmodeller har resulterat i en intensiv utveckling av riskhantering där man hittar nya möjligheter i form av nya typer av transaktioner. Kreditderivattransaktioner är en typ som hör till denna utveckling.

1.4.6 Portföljeffekt

Användningen av kreditderivattransaktioner har ändrat kreditgivarnas förhållningssätt till bedömningen av enstaka kreditrisker. Tidigare bedömde man den enstaka risken isolerad från andra risker i portföljen och fattade beslut om kreditansökan endast utifrån beslutsunderlaget i

¹ I. Nelken, s. 7.

² R. Reoch, Credit derivatives: the past, the present and the future, publicerad i Credit Derivatives – The Definitive Guide, Redaktör J. Gregory, London, 2003, s. 7.

³ D. Lucas, A. Thomas, Nth to default swaps and notes: all about default correlation, publicerad i Credit Derivatives – The Definitive Guide, Redaktör J. Gregory, London, 2003, s. 97-99. (Nth betyder i detta fall förkortning för "first, second, third...")

⁴ G. M. Gupton, Portfolio credit risk models, publicerad i Credit Derivatives – The Definitive Guide, Redaktör J. Gregory, London, 2003, s. 113-114.

samband med ansökan. I dagens situation bedömer man effekten av den nya risken i förhållande till den egna portföljen och möjligheten att överlåta risker från den egna portföljen. På så sätt överlåter man kanske den nya risken i sin helhet eller en del av den eller överlåter någon av de redan existerande riskerna i portföljen, beroende på den effekt som den nya risken har i förhållande till portföljen. Man brukar beskriva förändringen i samband med beslut om en låneansökan som en ändring från att ha avsett "ja eller nej" till en "sannolikhetsmetod".¹

Den nya portföljriskhanteringen förutsätter en ständig kontroll av eventuella kreditriskändringar och omvärdering av krediten enligt marknadsvärde (*mark to market* metoden) i den egna bokföringen. En bokföring enligt periodiseringsprincipen anses vara otillräcklig eftersom denna princip inte kräver något ingripande så länge långgivaren erhåller återbetalningar av lånet från låntagaren. *Mark to market* metoden kräver däremot en ständig omvärdering av lånet och analys av faktorer som eventuellt kan påverka låntagarens finansiella ställning och hans förmåga att återbetala lånet.² Vid denna bedömning tar man hänsyn till olika tekniker av överföring av risker och kostnader som denna teknik innebär. Kreditderivattransaktioner anses numera vara en väldigt sofistikerad och effektiv metod för just portföljriskhanteringen.³

1.4.7 Korrelaterade risker

Kreditderivatlösningar fungerar inte alltid i verkligheten i de situationer som beskrivits ovan. Bankverksamhet har vissa typiska drag eftersom den styrs av profit. I verkligheten är många långgivare beredda att låna ut stora belopp i en sektor eller en region så länge inga svårigheter uppkommer. Ett sådant exempel var en stor satsning i Asien under 1990-talet som resulterade i stora förluster. När en ekonomisk katastrof av den typen inträffar är det svårt att överföra risker genom kreditderivat. En liknande situation förelåg i Ryssland och när man nuförtiden försöker köpa kreditderivat på t.ex. ryska statens skulder hittar man endast några ryska banker som är beredda att ta den risken. På så sätt tjänar de ryska bankerna en premie, men dessa banker är starkt korrelaterade till ryska staten. Om staten drabbas av finansiella svårigheter och inte kan fullgöra sina betalningar, hamnar de ryska bankerna i samma situation. Bankerna kan då inte fullgöra sina förpliktelser enligt ingångna kreditderivatavtal som då visar sig värdelösa.

1.4.8 Prissättning av kreditderivat

Kreditderivatmarknaden är en OTC marknad vilket innebär att priset på kreditderivat förhandlas genom bilaterala transaktioner. Prisnivåer publiceras inte och det finns väldigt lite transparens i prissättningen. När det gäller vissa andra finansiella instrument som handlas på OTC marknaden är situationen annorlunda och det är lättare att få information om gällande pris. Vill man skaffa sig information om pris på kreditderivat så måste man vända sig till flera handlare och jämföra priser som man fått. Visar de inga större skillnader kan man med en viss säkerhet fastställa ett gällande pris. Denna svårighet med prissättningen av kreditderivat utgör en nackdel med kreditderivat jämfört med andra instrument där man lättare får information om gällande pris.

¹ I. Nelken, s. 13.

² I. Nelken, s. 13.

³ A. Gil, Credit derivatives as an efficient way of transitioning to optimal portfolios, publicerad i Credit Derivatives – The Definitive Guide, Redaktör J. Gregory, London, 2003, s. 129.

En annan svårighet med kreditderivattransaktioner är att det inte finns en sekundär marknad för dem. När en part ingått ett kreditderivatavtal så är det svårt att överlåta avtalet på en annan part. Även om man hittar en motpart så blir priset sannolikt mycket högt vilket också utgör en nackdel med kreditderivattransaktioner.¹

1.5 Typer av avtal om kreditderivat

Det finns tre grundläggande typer av kreditderivattransaktioner. Dessa typer kallas för *credit default swap*, *credit linked note* och *total return swap*. Av dessa tre typer är *credit default swap* den viktigaste eftersom den tillämpas mest i praktiken och den standardiserade *ISDA Documentation* reglerar endast denna typ av kreditderivat. *Credit default swap* är egentligen avhandlingsämnet i denna avhandling och med ordet kreditderivat menas i de flesta fall endast *credit default swap*.

1.6 Credit default swap

Credit default swap är ett avtal om kreditderivat som ingås mellan två avtalsparter som kallas för skyddsköpare och skyddssäljare. I den vanligaste formen av *credit default swap* förbinder sig skyddssäljaren att betala till skyddsköparen ett bestämt pris eller en skillnad mellan det bestämda priset och ett nedsatt marknadsvärde av ett underliggande instrument under förutsättning att en *Credit Event* inträffar. Denna eventuella utbetalning från skyddssäljaren till skyddsköparen kallas också för *contingent amount*. Skyddsköparen å andra sidan förbinder sig att betala bestämda belopp till skyddssäljaren vanligtvis under bestämda tidsperioder. Dessa betalningar kan också kallas för premie eller *fixed amount*. *Credit default swap* är som sagt den viktigaste och den dominerade typen av kreditderivat och utgör avhandlingsämnet i denna avhandling.

Skyddssäljaren betalar *contingent amount* till skyddsköparen endast i det fall en händelse som definierats i kreditderivatavtalet inträffat. En sådan händelse kallas för *Credit Event*. Avtalsparter som ingår *credit default swap* får fritt definiera en eller flera *Credit Events* som utlöser skyddssäljarens förpliktelse. Dessa *Credit Events* är oftast konkurs, utebliven betalning, moratorium, företagsrekonstruktion, nedgradering av en tredje parts kreditvärdighet eller prisfall på vissa värdepapper på marknaden. Det finns ingen begränsning när det gäller parternas rätt att definiera dessa händelser. *Credit Events* definierar alltså vad som skall gälla som anledning för skyddssäljarens skyldighet att utbetala ett belopp till skyddsköparen.

Om en *Credit Event* i samband med en underliggande transaktion inte inträffar under avtalstiden blir endast skyddsköparen skyldig att fullgöra sina betalningar till skyddssäljaren. I avsaknad av en *Credit Event* blir skyddssäljaren inte skyldig att fullgöra någon avtalsförpliktelse dvs. att fullgöra någon utbetalning. I de flesta fall avtalar parterna i ett kreditderivatavtal att skyddsköparen blir skyldig att underrätta skyddssäljaren om att en *Credit Event* inträffat. Detta gör man genom *Credit Event Notice* som brukar vara i skriftlig form. Förutom *Credit Event Notice* brukar avtalsparterna avtala om *Publicly Available Information* och ibland om *Materiality Test*. *Publicly Available Information* innebär att *Credit Event* blir känt bland allmänheten, vanligtvis i media som publicerar nyheter från finansvärlden. *Materiality Test* innebär att vissa värden på marknaden skall gälla under en period eller med andra ord att det krävs en minimiändring av priset eller spridningen på

¹ I. Nelken, s. 10.

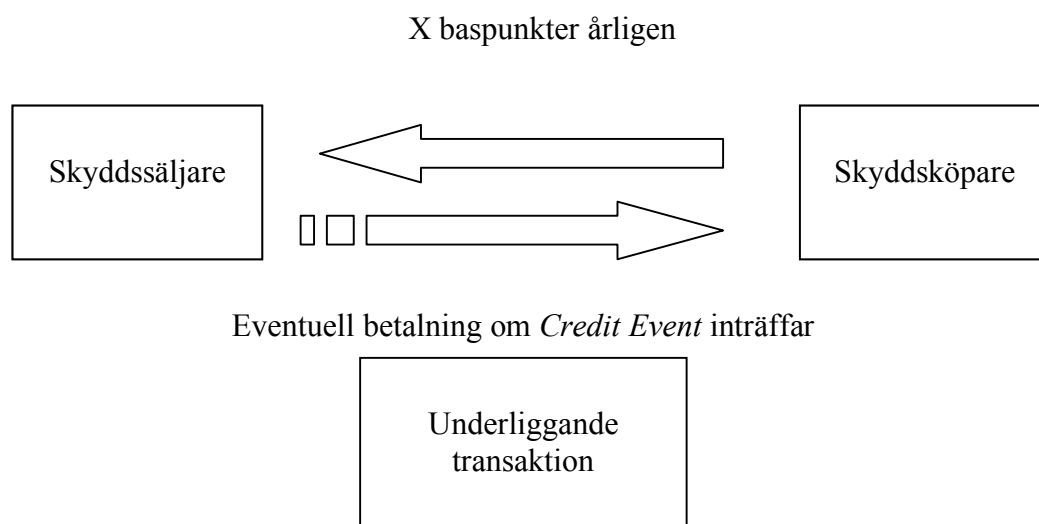
referenstillgången i förhållande till ett bestämt värde efter att en tidsperiod löpt ut. Syftet med detta är att vänta tills priset på vissa finansiella instrument stabiliserat sig på marknaden efter att *Credit Event* inträffat för att se om det verkligen handlar om den prisskillnad som parterna avtalat om.

Det belopp som skyddssäljaren skall betala till skyddsköparen kan definieras i avtalet på olika sätt. Det kan vara ett bestämt belopp, ett i förväg bestämt värde på ett underliggande instrument, en prisskillnad eller ett värde som beror på ett index. Beroende på vad som avtalats mellan parterna finns det två typer av uppgörelser.

Den första uppgörelsetypen kallas för *Physical Settlement* eller fysisk uppgörelse vilket innebär att skyddsköparen överlåter på skyddssäljaren det underliggande instrumentet till vilket avtal om kreditderivat refererar. Ett underliggande instrument kan t.ex. vara en obligation vars pris på marknaden kanske sjunkit under en viss gräns som avtalsparterna definierat i avtalet eller en annan betalningsförpliktelse av den underliggande enheten. Skyddsköparen överlåter i ett sådant fall obligationen på skyddssäljaren medan skyddssäljaren betalar obligationens nominella värde eller ett annat bestämt pris till skyddsköparen. Med denna uppgörelse upphör avtalet mellan parterna.

Den andra typen av uppgörelse kallas för *Cash Settlement* eller kontant uppgörelse. I fallet ovan, som avser en obligation som ett underliggande instrument, innebär *Cash Settlement* att skyddssäljaren betalar till skyddsköparen skillnaden mellan obligationens nominella värde och dess lägre pris på marknaden. *Cash Settlement* inkluderar inte överlåtelse av obligationen till skyddssäljaren. Det är inte alls nödvändigt att skyddsköparen äger eller någonsin ägt en obligation som ett underliggande instrument eftersom avtalets syfte är utbetalning av värdeskillnaden. Även i fall av *Physical Settlement* kan naturligtvis skyddsköparen skaffa sig obligationen i fråga först när han blir skyldig att överlåta den till skyddssäljaren.

Bild 1. *Credit default swap*



Det är viktigt att förklara att avtalsparterna i ett kreditderivatavtal ibland inte har något som helst avtalsförhållande eller relation till en tredje part eller parter vilkas transaktion används som "den underliggande transaktionen" i kreditderivattransaktionen. Även om en avtalspart i

en kreditderivattransaktion har någon koppling till den underliggande transaktionen är det inte avgörande för kreditderivattransaktionen. Denna aspekt på kreditderivatavtal analyseras senare i denna avhandling.

Detta är en inledande beskrivning av *credit default swap* - transaktionen vars syfte är att i korthet förklara transaktionens mekanism.

1.6.1 Skyddsköparens skyldigheter enligt avtal om credit default swap

Skyddsköparen ingår avtalet om *credit default swap* med avsikt att få ett slags skydd i fall när en *Credit Event* inträffat. För detta skydd betalar skyddsköparen ett bestämt belopp som i olika avtal på engelska kallas för *Fixed-rate Payment* eller *Payment of the Protection Buyer*. Ibland kallas denna betalning även för premie.

Skyddsköparens betalning av ett fast belopp regleras både i *Confirmation* och i *ISDA Master Agreement*. *Confirmation* föreskriver hur mycket skyddsköparen är skyldig att betala till skyddssäljaren och på vilket sätt. Det fasta beloppet kan betalas i form av delbetalningar som i exemplen ovan, i förskott eller i efterskott eller i form av en engångsbetalning. Skyddsköparens betalningsskyldighet regleras också genom allmänna bestämmelser i *ISDA Master Agreement* på så sätt att skyddsköparen måste göra sina betalningar när de förfaller till betalning, att betalningarna måste göras i den avtalade valutan och att betalningarna fritt får transfereras. Om skyddsköparen inte fullgör betalningen av ett fast belopp till skyddssäljaren utgör detta ett avtalsbrott som kallas för *Event of Default*, vilket ger skyddssäljaren rätt att häva avtalet. Parternas avtalsbrott och deras påföljder regleras i *ISDA Master Agreement*.

Skyddsköparen har i fall då *Physical Settlement* är avtalat som uppgörelsemetod skyldighet att överlåta till skyddssäljaren en eller flera fordringar i en form som är specificerad i *Confirmation*. Denna överlåtelse kallas som sagt för *Delivery*. Skyddsköparen är skyldig att fullgöra en överlåtelse av fordran eller instrument som representerar fordran vid det datum då denna förpliktelse förfaller och på ett sedvanligt sätt för överlåtelse av fordran i fråga. Det är möjligt att avtalsparterna avtalar om särskilda villkor för en sådan överlåtelse vilket sker i *Confirmation*. Skyddsköparens försummelse att fullgöra en överlåtelse av fordran vid *Physical Settlement* utgör också avtalsbrott dvs. *Event of Default* som ger skyddssäljaren rätt att häva avtalet.

Vid skyddssäljarens avtalshävning på grund av att skyddsköparen inte fullgjort betalningar av ett fast belopp eller inte fullgjort överlåtelse av fordran är skyddssäljaren skyldig att underrätta skyddsköparen om hävningen. Skyddssäljaren är inte skyldig att underrätta skyddsköparen om avtalshävningen om *Automatic Early Termination* dvs. en automatisk avtalshävning är avtalad. I sådana fall blir avtalet automatiskt hävt redan vid tidpunkten för skyddsköparens försummelse att fullgöra sina avtalsförpliktelser.

Om *Credit Event* inträffar och skyddsköparen vill kräva betalning från skyddssäljaren, är skyddsköparen skyldig att underrätta skyddssäljaren om detta. Underrättelseplikten gäller information om *Credit Event*, *Publicly Available Information*, källor för denna information och källornas antal. Dessutom är skyddsköparen skyldig att underrätta motparten om sin avsikt att kräva *Physical Settlement*. Skyddsköparen är skyldig att underrätta skyddssäljaren omedelbart efter att skyddsköparen fått kännedom om dessa omständigheter. Skyddsköparens skyldighet att underrätta om *Credit Event* och övriga omständigheter i samband med detta regleras både i *ISDA Master Agreement* och *Confirmation*.

Ett meddelande om en *Credit Event* kan vara i skriftlig och muntlig form. 2003 ISDA *Credit Derivatives Definitions* föreskriver att ett sådant meddelande kan lämnas i ett telefonsamtal som bör bekräftas i en skriftlig bekräftelse. Även om en skriftlig bekräftelse uteblir så blir det muntliga meddelandet giltigt.¹ I fall när *Calculation Agent* är en tredje part måste meddelandet lämnas även till agenten.

Vill skyddsköparen häva avtalet på grund av skyddssäljarens avtalsbrott måste skyddsköparen underrätta skyddssäljaren om hävningen. Skyddsköparen är inte skyldig att göra det om en automatisk avtalshävning är avtalat mellan avtalsparterna. I sådana fall blir avtalet automatiskt hävt redan vid tidpunkten för skyddssäljarens försummelse att fullgöra sina avtalsförpliktelser.

Betalning av det fasta beloppet, överlåtelse av fordran vid *Physical Settlement* och underrättelseplikt vid inträffande av en *Credit Event* eller avtalshävning är skyddsköparens viktigaste förpliktelser enligt *ISDA Master Agreement* och *Confirmation*. Övriga förpliktelser är ofta gemensamma för båda parterna i en kreditderivattransaktion. Nedan återges några av skyddsköparens viktigare förpliktelser.

En viktig förpliktelse är att lämna nödvändig information till motparten, statliga skattemyndigheter eller en tredje part som kan vara berättigad att få sådan information. Dessutom är skyddsköparen skyldig att lämna även dokument, intyg eller annat som avtalats i *Schedule* eller i *Confirmation* till samma informationsanvändare. Skyddsköparen har också skyldighet att fullgöra samtliga betalningar som åligger honom utan avdrag för eller innehållande av skatt om inte ett sådant avdrag eller innehållande är föreskrivet i lag eller praxis av relevanta myndigheter. Skyddssäljaren har samma skyldighet avseende betalningar som denne gör.

En annan viktig förpliktelse gäller skyddsköparens skyldighet att vid avtalshävning skicka ett meddelande till skyddssäljaren med detaljerade kalkyler om hur mycket skyddsköparen kräver att få betalt från skyddssäljaren på grund av att avtalet hävts. Detta meddelande bör innehålla källor för prisuppgifter och övrig information som kravet grundar sig på. Denna skyldighet analyseras i samband med bestämmelsen om *Close-out Amount*.

När man analyserar skyddsköparens eller skyddssäljarens förpliktelser enligt ett avtal om kreditderivat måste man vara medveten om skillnaden mellan *Credit Event* och förpliktelser som en sådan händelse utlöser å ena sida och *Event of Default* och *Termination Event* å den andra. *Credit Event* är en omständighet som inträffar i samband med en referensenhet och aktiverar vissa avtalsförpliktelser i kreditderivatavtalet. *Credit Event* är inget avtalsbrott eller omständighet som påverkar avtalets existens utan den händelsen eller de händelser som skyddsköparen köper skydd mot. *Event of Default* betecknar emellertid avtalsbrott och *Termination Event* betecknar omständigheter som inträffat efter avtalsingåendet och gör att avtalet blir t.ex. ogiltigt, omöjligt att verkställa eller försvårar avtalets verkställande så att avtalet kan hävas.

Avtalsparter som ingår avtal om *credit default swap* enligt *ISDA Master Agreement* och övrig *ISDA Documentation* har skyldighet att betala dröjsmålsränta på förfallna och obetalda fordringar. Denna skyldighet gäller också betalningar som uteblivit på grund av avtalsbrott

¹ Section 1.10. 2003 ISDA Credit Derivatives Definitions, New York, 2003.

och även *Delivery* som egentligen är skyddsköparens skyldighet. I fall när skyddsköparen kommit i dröjsmål med överlåtelse av fordran till skyddssäljaren blir skyddsköparen skyldig att betala dröjsmålsränta till skyddssäljaren. Kapitalbelopp som ligger till grund för ränteberäkning i sådana fall blir det värde på fordran som skyddsköparen överlåter på skyddssäljaren.

1.6.2 Skyddsköparens rättigheter enligt avtal om *credit default swap*

Skyddsköparens viktigaste rättighet enligt ett avtal om *credit default swap* är rätten att kräva betalning från skyddssäljaren efter att *Credit Event* inträffat. Skyddsköparen framställer sitt betalningskrav i ett meddelande vars form och innehåll har kommenterats ovan.

Skyddsköparen har rätt att häva ett avtal om *credit default swap* om skyddssäljaren gör sig skyldig till avtalsbrott varvid skyddsköparen måste underrätta skyddssäljaren om avtalshävning. Skyddsköparens avtalshävning har också förklarats i den föregående avdelningen. I fall av avtalshävning på grund av skyddssäljarens avtalsbrott har skyddsköparen rätt att kräva ersättning från skyddssäljaren. Ersättningen kallas för *Close-out Amount* och räknas ut enligt detaljerade och delvis invecklade regler i *ISDA Master Agreement*.

1.6.3 Skyddssäljarens skyldigheter enligt avtal om *credit default swap*

Skyddssäljarens viktigaste skyldighet är att fullgöra betalningen till skyddsköparen efter att *Credit Event* inträffat. Denna betalning kallas för *Floating Rate Payment* eller *Payment of the Protection Seller* eller rörligt belopp. Uträkning av detta belopp kan vara komplicerad och flera olika metoder kan tillämpas. Som sagts ovan finns det en uppgörelsemetod som möjliggör för avtalsparterna att undvika dessa komplicerade beräkningar genom att skyddssäljaren betalar ett fast belopp till skyddsköparen i fall av en *Credit Event*. Metoder för uträkning av rörligt belopp kommer inte att redovisas i denna avdelning eftersom de analyseras i samband med analys av *2003 ISDA Credit Derivatives Definitions*. Skyddssäljaren skall fullgöra betalning när den förfaller, i den avtalade valutan och på så sätt att betalningen fritt får transfereras. Skyddssäljarens försummelse att fullgöra betalning av rörligt belopp utgör avtalsbrott dvs. *Event of Default* som ger rätt för skyddsköparen att häva avtalet.

Det är viktigt att påminna om att skyddssäljarens skyldighet att fullgöra denna betalning inte är ovillkorlig. Skyldigheten aktiveras endast i fall när en *Credit Event* som definierats i avtalet inträffat. Om ingen *Credit Event* inträffar under avtalsperioden aktiveras inte denna skyldighet och avtalet upphör efter att avtalstiden löpt ut utan någon som helst utbetalning från skyddssäljarens sida.

Skyddssäljaren brukar i många fall agera som *Calculation Agent* vilket innebär en skyldighet att fullgöra allt som åligger en avtalspart som agerar i denna egenskap. *2003 ISDA Credit Derivatvies Definitions* föreskriver att i fall där avtalsparter inte avtalat om detta blir skyddssäljaren *Calculation Agent*.¹

Skyddssäljarens skyldigheter liknar i övrigt skyddsköparens skyldigheter när det gäller ett större antal bestämmelser i *ISDA Master Agreement*. Skyddssäljaren har t.ex. samma

¹ Section 1.14 2003 ISDA Credit Derivatvies Definitions.

informationsplikt som analyserats ovan i samband med skyddsköparens skyldigheter. Kortfattat innebär detta skyddssäljarens förpliktelse att lämna nödvändig information till motparten, statliga skattemyndigheter eller en tredje part som kan vara berättigad att få sådan information. Dessutom är skyddssäljaren skyldig att lämna dokument, intyg eller annat som avtalats i *Schedule* eller i *Confirmation* till samma informationsanvändare. Skyddssäljaren har också skyldighet att fullgöra samtliga betalningar som åligger honom utan avdrag för eller innehållande av skatt om inte ett sådant avdrag eller innehållande är föreskrivet i lag eller praxis.

Skyddssäljaren har samma skyldighet som skyddsköparen att vid avtalshävning skicka ett meddelande till skyddsköparen med detaljerade kalkyler om hur mycket skyddssäljaren kräver att få betalt från skyddsköparen på grund av att avtalet hävts. Detta meddelande bör innehålla beräkningsgrunder för ett sådant krav och övrig information som kravet grundar sig på. Dessutom har skyddssäljaren samma skyldighet som skyddsköparen beträffande betalning av dröjsmålsränta på förfallna och obetalda fordringar som beskrivits ovan i samband med skyddsköparens skyldigheter enligt avtal om *credit default swap*.

Det finns även övriga förpliktelser för skyddssäljaren som inte analyserats i denna avdelning eftersom de analyseras i samband med analys av parternas rättigheter och skyldigheter enligt *ISDA Documentation*.

1.6.4 Skyddssäljarens rättigheter enligt avtal om *credit default swap*

Skyddssäljarens viktigaste rättighet enligt avtal om *credit default swap* är rätten att kräva betalning av det fasta beloppet eller *Fixed Rate Payment* från skyddsköparen. Denna betalning är ovillkorlig och beror inte på *Credit Event* eller någon annan händelse. Skyddssäljaren kan kräva denna betalning när den förfaller och även dröjsmålsränta i fall när skyddsköparen inte betalat det fasta beloppet på förfallodagen. Skyddsköparens försummelse att fullgöra denna betalning utgör avtalsbrott dvs. *Event of Default* som ger rätt för skyddssäljaren att häva avtalet.

Skyddssäljaren har i fall när *Physical Settlement* är avtalat som uppgörelsemetod rätt att kräva överlåtelse från skyddsköparen till skyddssäljaren av en eller flera fordringar i en form som är specificerad i *Confirmation*. Skyddssäljaren har rätt att kräva denna överlåtelse på förfallodagen och på ett sedvanligt sätt för överlåtelse av fordran i fråga. Det är möjligt att avtalsparterna avtalar om särskilda villkor för en sådan överlåtelse vilket man gör i *Confirmation*. Skyddsköparens försummelse att fullgöra överlåtelse av fordran vid *Physical Settlement* utgör avtalsbrott dvs. *Event of Default* som ger rätt för skyddssäljaren att häva avtalet.

1.7 Credit linked notes

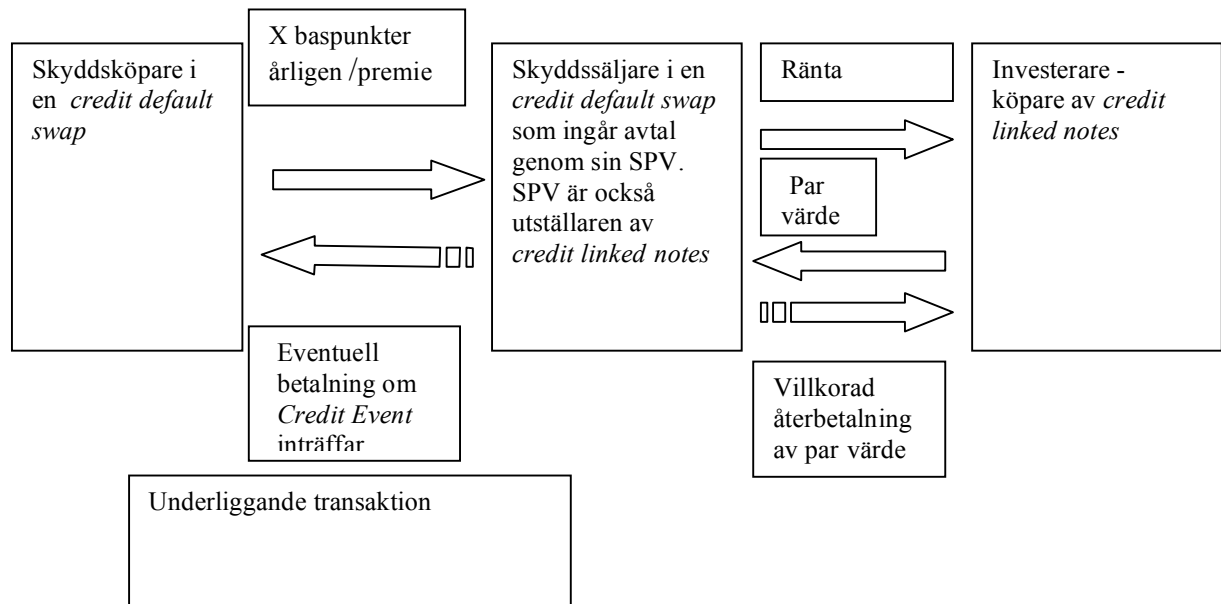
Credit linked note är ett avtal om kreditderivat som har en liknande avtalsstruktur som *credit default swap*. Denna avtalstyp baseras också på *Credit Events* och används för överlåtelse av kreditrisker. Av den anledningen analyseras *credit linked notes* endast översiktligt i denna avhandling. *Credit linked notes* ingås mellan två avtalsparter som kallas för utställare och investerare. Utställaren ställer ut *notes* som har ett nominellt värde och bär ränta och säljer dessa *notes* till en eller flera investerare. *Credit linked notes* innehåller bestämmelser om utställarens förpliktelse att återbetala det nominella värdet och ränta till *notes* innehavarna efter en tidsperiod. Dessutom innehåller *notes* andra villkor bl.a. att utställaren inte blir

skyldig att återbetala det nominella värdet om en betalning i samband med ett underliggande instrument uteblir. Utställarens återbetalning av det nominella värdet till *notes* innehavarna är alltså kopplad till en kredit och därifrån kommer namnet *credit linked notes*. I fall av en utebliven betalning i samband med det underliggande instrumentet blir utställaren skyldig att överlåta det underliggande instrumentet till *notes* innehavarna istället för betalning av *notes* nominella värde. En situation i vilken betalning för ett underliggande instrument uteblir kallas också för *Credit Event*, precis som i fall av *credit default swaps* eller *total return swaps*. I samband med utställarens skyldighet att överlåta det underliggande instrumentet är det möjligt att utställaren istället för överlåtelse av instrumentet betalar dess marknadsvärde till *notes*-innehavarna. I fall när marknadsvärdet av det underliggande instrumentet är lägre betalar utställaren alltså detta lägre värde till *notes* innehavarna. Denna beskrivning av uppgörelsen mellan utställaren och *notes* innehavarna kan kallas för *Physical Settlement* eller *Cash Settlement* precis som i fall av *credit default swaps* och *total return swaps*.

Credit linked note, som beskrivits ovan, verkar vara en bekant transaktion, jämfört med t.ex. *credit default swap* och man undrar vad som är skillnad mellan dessa två transaktioner. Skillnaden är att en *credit linked note* transaktion i själva verket består av två transaktioner. Den första transaktionen kan vara t.ex. en vanlig *credit default swap* där det finns två avtalsparter, en skyddsköpare och en skyddssäljare. Skyddssäljaren i den första transaktionen ingår då den andra transaktionen som egentligen är en *credit linked note*. Skyddssäljaren gör det vanligtvis genom ett dotterbolag som kallas för *Special Purpose Vehicle (SPV)*. SPV ställer ut *credit linked notes* med samma villkor om *Credit Events* och uppgörelseform som i den första transaktionen, alltså i *credit default swap*. SPV säljer dessa *notes* till olika investerare och erhåller *notes* nominella värde. Å andra sidan förbinder sig SPV att återbetala det nominella värdet plus ränta till investerare som köper *notes* så att *notes* blir attraktiva på den finansiella marknaden.

Genom den dubbla transaktionen får skyddssäljaren i den första *credit default swap* transaktionen hela det eventuella ersättningsbeloppet i förväg. Det får han från andra aktörer dvs. från investerare. Om det inträffar en *Credit Event* i samband med det underliggande instrumentet och skyddssäljaren blir skyldig att betala ett belopp till skyddsköparen under den första transaktionen, betalar han det med investerarnas pengar, inte med sina egna. Det är investerare som tar risken för förlusten i sådana fall, inte skyddssäljaren. Skyddssäljaren tjänar på transaktionerna genom att han behåller en del av premien från den första transaktionen och bär ingen risk.

Bild 2. *Credit linked note*



1.7.1 Typer av credit linked notes

Transaktionen som beskrivits ovan är en *credit linked note* transaktion i samband med en *credit default swap* transaktion. Denna typ av transaktion har tagits som exempel därför att avtal om *credit default swap* analyserats först i denna avhandling. Tanken var att underlätta förståelsen av avtal om *credit linked notes*. Ett avtal om *credit linked notes* kan kopplas till många olika typer av underliggande transaktioner och de används i relativt stor omfattning i den finansiella världen. Nedan följer en kort översikt av olika typer av *credit linked notes*.

Credit linked structured notes är en grupp av *notes* som kopplas till olika typer av kreditderivattransaktioner som *credit default swap* eller *total return swap*. *Credit linked structured notes* innehåller bestämmelser som kopplar återbetalningen av kapital eller ränta till en underliggande kreditrisk i samband med ett underliggande instrument. Utställaren för dessa *notes* brukar vara ett SPV med en hög kredit *rating*. Olika *notes*-typer från denna grupp kallas för t.ex. *credit default linked notes* eller *total return credit linked notes* beroende på till vilken typ av kreditderivattransaktion de kopplas.¹ Denna grupp av *notes*, alltså *credit linked structured notes* analyseras i denna avdelning eftersom de kopplas till kreditderivattransaktioner.

Inom *credit linked structured notes* kan samtliga typer av *notes* delas i två grupper beroende på vilken del av återbetalningen som är kopplad till en underliggande kreditrisk. *Principal protected notes* är sådana *notes* där investerare garanteras återbetalning av kapitalbelopp men inte ränta. Räntan kopplas i sådana fall till ett underliggande instrument och *Credit Event* som kan definieras på olika sätt. *Credit linked structured notes* där återbetalning av kapitalbeloppet kopplas till en underliggande kreditrisk kallas för *boosted coupon notes*. Investerare tar i detta fall en större risk eftersom en *default* av den underliggande enheten, alltså *Credit Event* kan resultera i att investeraren förlorar en del eller hela kapitalbeloppet.²

Övriga typer av *credit linked notes* är *repacked credit notes* och liknande transaktioner som kallas för *synthetic bonds* och *credit portfolio securitisation*. Denna indelning är inte så strikt och i flera fall överlappar dessa *notes*-typer varandra. Anledningen till detta är att det finns gemensamma element i *credit linked notes* som kan kombineras på olika sätt eller med andra element så att transaktionerna liknar varandra.³

Som sagts ovan skall i denna avhandling endast *credit linked structured notes* analyseras. Även några av de övriga typerna av *credit linked notes* har i vissa fall en koppling till en underliggande kreditrisk men i övriga fall har de inte det. Av denna anledning är denna analys begränsad och begreppet *credit linked notes* används fortsättningsvis i denna avhandling endast för att beteckna *credit structured linked notes*.

1.7.2 Användning av credit linked notes

När man läser den korta inledande beskrivningen av *credit linked notes* ser man att denna typ av kreditderivattransaktion fungerar på ett liknande sätt som övriga kreditderivattransaktioner t.ex. *credit default swap* eller *total return swap*. På grund av denna likhet kan man ställa frågan varför man skulle använda *credit linked notes* i stället för en annan

¹ S. Das, s. 70.

² J. M. Tavakoli, *Credit Derivatives & Synthetic Structures*, New York, 2001, s. 225.

³ S. Das, s. 70.

kreditderivattransaktion. Svaret på denna fråga är att det finns flera fördelar med användning av *credit linked notes* för olika aktörer och i olika situationer.

En möjlig fördel med användningen av *credit linked notes* kan vara att avtalsparterna vill undvika användning av *ISDA Documentation* eftersom den är omfattande och komplicerad. *Credit linked notes* dokumenteras på ett enklare sätt och avtalsparterna behöver inte studera olika *ISDA Definitions* och förhandla om dem under en lång tid. En annan fördel kan vara att vissa avtalsparter kanske inte har rättskapacitet att ingå vissa typer av kreditderivattransaktioner men har rättskapacitet att ingå *credit linked notes*. Det är möjligt t.ex. att vissa aktörer inte får agera på vissa marknader på grund av lagstiftningsrestriktioner eller av någon annan anledning. I stället för att agera själva åstadkommer dessa aktörer detta på ett indirekt sätt genom *credit linked notes*.¹

Det finns även andra fördelar med *credit linked notes* i samband med riskbedömning av den tänkta transaktionen och motpartsrisk. När en skyddssäljare ingår t.ex. en *credit default swap* gör han en noggrann riskbedömning av den underliggande kreditrisken och den underliggande enheten vars *default* kan utlösa en *Credit Event*. Inträffande av en *Credit Event* resulterar i krav på ersättning från skyddsköparens sida och en eventuell förlust för skyddssäljaren. Om skyddssäljaren ställer ut och säljer en *credit default linked note* i samband med denna *credit default swap* transaktion, slipper han en så noggrann riskbedömning av den underliggande enheten och den underliggande kreditrisken. Skälet härför är att skyddssäljaren, som numera kallas för utställaren, genom *credit default linked note* transaktionen, redan erhållit hela det eventuella förlustbeloppet i förväg. Risken för *default* av den underliggande enheten ligger numera på investerare som är motpart i denna *credit default linked note*. Det är investerarna, som också kallas för *notes* innehavare, som i slutändan kommer att förlora sina pengar i fall av en *Credit Event* i den första *credit default swap* transaktionen. Skyddssäljaren har på så sätt övervältrat kreditrisken i den första transaktionen till investerarna i den andra transaktionen.

Det finns en annan fördel med *credit default linked notes* för skyddssäljaren - utställaren. Han behöver nämligen inte bry sig om motpartsrisk i en *credit default linked note* transaktion. En motpartsrisk skulle i detta fall innebära investerarnas eventuella framtida obestånd och oförmåga att fullgöra sina betalningsförpliktelser. En sådan risk är utesluten i en *credit linked note* transaktion. Det finns ingen möjlighet att investerarna undviker att betala den eventuella förlusten eftersom de betalar hela *notes* beloppet i förskott. Investerarnas kreditvärdighet och framtida finansiella ställning har alltså inte så stor betydelse för en utställare av *credit linked notes*.

Samma slutsats gäller även korrelationsrisker mellan den underliggande enheten och investerarna. Hade investerarna endast förbundit sig att betala ett visst belopp till skyddssäljaren - utställaren i fall av *Credit Event* på den underliggande enheten, skulle situationen bli annorlunda. En hög korrelationsrisk mellan investerarna och den underliggande enheten skulle innebära att båda kan drabbas av samma negativa förändringar på en viss marknad eller i en viss region. En underliggande enhet som hamnat i finansiella svårigheter fullgör i ett sådant fall inte sina betalningsförpliktelser vilket innebär att en *Credit Event* inträffar. Å andra sidan betalar inte investerarna heller eftersom de drabbas av samma negativa ekonomiska händelser. I en sådan situation står skyddssäljaren ensam hela risken och kan inte få ersättning från investerarna för belopp som han betalat till skyddsköparen i den

¹ J. M. Tavakoli, s. 223.

första transaktionen. *Credit swap linked note* eliminerar alltså den andra risken, som är kopplad till investerarna, eftersom investerarna betalar hela *credit linked note* beloppet till utställaren - skyddssäljaren i förväg.¹

Utställaren av *credit linked notes* är i de flesta fall en enhet med en hög kreditvärdighet, ofta med den högsta kredit *rating* AAA eller AA.² Sådana enheter, vanligtvis dotterbolag till banker eller andra finansiella institutioner, bildas med ett speciellt syfte och därifrån kommer namnet *Special Purpose Vehicle (SPV)*. Genom sina SPVs ingår olika aktörer transaktioner med investerare som ställer en hög *rating* som villkor för att ingå ett sådant avtal. Dessutom ger det trygghet till potentiella investerare när de överväger att köpa *notes*, alltså ingå en *credit linked note* transaktion. Investerarna gör också sin egen riskbedömning av utställaren och det är inte troligt att de skulle köpa *notes* från en utställare med låg kreditvärdighet. En sådan utställare skulle kunna gå i konkurs i vilket fall investerarna skulle förlora pengarna investerade i *credit linked notes*. En utställare behöver alltså en hög kredit *rating* för att locka potentiella investerare.

Special Purpose Vehicles är vanligtvis nybildade bolag som tidigare inte haft någon verksamhet som kan belasta bolagets balansräkning med eventuella skulder, skadeståndskrav, ansvar för miljöskador eller liknande. SPV:s verksamhet är begränsad till det speciella syfte som bolaget är bildat för. Detta syfte skyddas i bolagets verksamhet genom begränsningar i bolagsordningen. Dessa begränsningar gäller förbud för bolaget att ingå vissa transaktioner eller att driva en viss verksamhet. Dessutom regleras relationen mellan SPV - bolaget och dess ägare på så sätt att ägarens eventuella konkurs eller insolvens inte drabbar själva SPV - bolaget. Ett antal restriktioner när det gäller bolagets agerande i framtida transaktioner inkluderas också i värdepapper, *credit linked notes* eller andra dokument som SPV - bolaget ställer ut.³

Situationen som beskrivits ovan verkar vara fördelaktig för utställaren dvs. skyddssäljaren i t.ex. en *credit default linked note* men samtidigt verkar den vara ofördelaktig för investerarna. Frågan är då på vilket sätt investerarna blir intresserade av att satsa sina pengar och köpa *notes* från utställaren. Svaret på denna fråga ligger i den räntenivå som investerarna får genom en sådan *credit default linked note*. Denna räntenivå är vanligtvis högre och dess syfte är att locka investerare att köpa *notes*. Utställaren kan utbetala en högre ränta genom att han satsar belopp som han i förväg erhållit från investerare i t.ex. riskfria statsobligationer och erhåller en låg ränta på det. Till denna låga ränta lägger utställaren en del av premien som han erhåller från skyddsköparen i den första *credit default swap* transaktionen. Den sammanlagda ränta som då betalas till investerarna blir antagligen tillräckligt hög för att locka dem att köpa sådana *credit linked notes*.⁴

1.7.3 Lagval och val av jurisdiktion i *credit linked notes*

Med hänsyn till att en utställare av *credit linked notes* ofta säljer dessa *notes* till olika köpare från olika länder finns det behov av att i *credit linked notes* inkludera bestämmelser om lagval och val av jurisdiktion. På så sätt undviker man olika tolkningar av bestämmelser i en *credit linked note* i olika länder, enligt olika lagregler och rättspraxis.

¹ J. M. Tavakoli, s. 224.

² S. Das, s. 70.

³ The Business Lawyer, Vol. 50, February 1995, Structuring Financing Techniques, s. 554, kommenterad av F. Månsson, Redaktör Per-Ulrik Andersson, Värdepapperisering – Securitisation, Stockholm, 1995, s. 93.

⁴ I. Nelken, s. 45.

Credit linked notes dokumenteras vanligtvis inte med *ISDA Documentation* men de innehåller ett större antal bestämmelser som reglerar utställarens och *notes*-innehavarnas rättigheter och skyldigheter. Bestämmelser om lagval och val av jurisdiktion brukar vara inkluderade i *credit linked notes* särskilt i fall när de är avsedda för försäljning till utländska köpare. Det finns ytterligare en anledning att inkludera dessa bestämmelser i en *credit linked note* och det är möjligheten att sälja dvs. överlåta *notes* från en köpare vidare till andra köpare. I sådana situationer är det väldigt svårt att förutse vilka personer som kan bli *notes*-innehavare och från vilka länder de kommer. Bestämmelser om lagval och val av jurisdiktion skapar säkerhet för de personer som förvärvar *credit linked notes* och om dessa bestämmelser passar dem, tillsammans med övriga villkor, innebär detta ett slags rättssäkerhet för dem.

En analys av *ISDA Documentation* kommer att visa att ISDA är medveten om att ett stort antal förhållanden mellan avtalsparter inom derivat- eller kreditderivattransaktioner kan tolkas på olika sätt i olika länder. Av den anledningen försöker *ISDA Documentation* undvika olika tolkningar och olika tillämpning av lagstiftning genom lagval av engelsk rätt eller delstaten New Yorks rätt. Dessutom försöker ISDA reglera samtliga situationer som avtalsparter dispositivt får reglera med varandra, genom mycket detaljerade bestämmelser i sin *ISDA Documentation*. Som sagt kan *credit linked notes* inte dokumenteras med *ISDA Documentation* eftersom dessa *notes* är ensidiga rättshandlingar och *ISDA Master Agreement* är ett ömsesidigt avtal som ingås av minst två avtalsparter. Ändå följer *credit linked notes* ISDA:s praxis och terminologi och innehåller ett större antal ganska detaljerade bestämmelser som bl.a. bidrar till att man undviker tvister i samband med tillämpning av olika nationella lagregler och olika tolkningar av dessa bestämmelser.

1.7.4 Parternas rättigheter och skyldigheter enligt *credit linked notes*

Credit linked notes skiljer sig från *credit default swaps* och *total return swaps* särskilt när det gäller avtalsingåendet. De två första typerna av kreditderivattransaktioner förutsätter en förhandling mellan avtalsparterna innan de ingår avtalet. Användning av *ISDA Documentation* underlättar avtalsingåendet eftersom avtalsparterna inte behöver förhandla varje bestämmelse i avtalet. Avtalsparterna måste ändå, när det gäller priset, *Credit Events*, uppgörelsemetoder och mycket annat, förhandla och komma överens för att ett avtal skall komma till stånd.

I fall av *credit linked notes* brukar avtalsparterna inte förhandla så mycket innan de ingår avtalet. Själva idén med *credit linked notes* är att utställaren skriver sådana *notes* med pris, *Credit Events*, uppgörelsemetoder och samtliga övriga villkor och sedan säljer dessa *notes* till olika köpare på den finansiella marknaden. I verkligheten är det inte alltid så eftersom en utställare måste ta hänsyn till situationen på marknaden dvs. vilket pris och övriga villkor som potentiella investerare är beredda att acceptera för att köpa *notes*. Att skriva *notes* som ingen vill köpa är ingen idé och en utställare måste säkert undersöka marknaden, ta kontakt med potentiella investerare och diskutera *notes* villkoren. Men även om en eller flera investerare informerar utställaren att villkor och pris på *notes* som han tänkt sig är acceptabla har dessa parter inte ingått något avtal om *credit linked notes*. Detta avtal ingås genom att en investerare betalar *notes* beloppet till utställaren och utställaren överlämnar en eller flera *notes* till investeraren.

Man kan tänka sig situationer där en utställare förhandlar med endast en investerare om försäljning av samtliga *notes* som utställaren planerar att ställa ut. Det är normalt att dessa två parter i sådana situationer förhandlar om *notes* villkor och kommer överens innan utställaren

skriver *notes*. Men även i detta fall ingår investeraren ett avtal om *credit linked notes* först när han betalar *notes* beloppet. Det är naturligtvis möjligt att utställaren och investeraren avtalar något annat t.ex. att de skriver ett förhandsavtal som innebär att investeraren blir bunden att köpa *notes* när de ställs ut men sådana situationer är inte vanliga.

1.7.5 Utställarens skyldigheter enligt *credit linked notes*

Utställarens skyldigheter i samband med ett avtal om *credit linked notes* är relativt omfattande och delvis liknande skyddssäljarens skyldigheter i ett avtal om *credit default swap*. Denna likhet bör inte förväxlas med utställarens roll i en *credit linked note* transaktion. Om man analyserar vem som köper och vem som säljer skydd i *credit linked note* transaktioner är investeraren i själva verket skyddssäljaren och utställaren blir i sådant fall skyddsköparen. Skillnaden i detta avseende, jämfört med *credit default swap*, är att utställaren i egenskap av skyddsköpare får ersättning i förväg och betalar den tillbaka om *Credit Event* inte inträffar. Skyddsköparen i en *credit default swap* transaktion får ingenting betalt i förväg utan skyddssäljarens betalningsförpliktelse utlöses först när *Credit Event* inträffar.

Utställaren har i samband med avtalsingåendet skyldighet att överlämna en eller flera *notes* till investeraren. Denna skyldighet uppstår i samband med investerarens betalning av *notes* beloppet till utställaren. Detaljer i samband med överlämnandet kan variera så att t.ex. utställaren agerar genom en agent som överlämnar *notes* och för ett register över *notes* innehavare. Det kan även utställaren göra.

Utställarens viktigaste skyldighet är att lösa in *notes* när de förfaller till betalning. Denna skyldighet har delvis analyserats i föregående avdelning och avser betalning av *notes* nominella värde till *notes*-innehavarna. Förfalldatum kan definieras på olika sätt i *credit linked notes* beroende på strukturen av den underliggande kreditrisken. Om den underliggande tillgången är en kredit på t.ex. fem år med halvårsvisa avbetalningar kan utställaren även betala tillbaka *notes* nominella värde i halvårsvisa betalningar. Detta under förutsättning att *Credit Event* inte inträffar. Betalningen följer alltså återbetalningstakten av den underliggande tillgången men denna återbetalningsstruktur är inte obligatorisk. Det är möjligt att strukturera betalningen av *notes* nominella värde även på annat sätt så att t.ex. hela *notes* beloppet förfaller samma dag eller vid olika datum som inte har någon koppling till den underliggande tillgången. Utställarens inlösningsskyldighet som beskrivits ovan gäller som sagt endast i fall när *Credit Event* inte inträffat.

I fall när *Credit Event* inträffar ersätts utställarens inlösningsskyldighet med *Early Termination Payment* eller betalning vid förtida uppgörelse. Detta innebär att belopp som skall utbetalas till *notes* innehavare troligtvis blir lägre än *notes* nominella värde eller att utställaren skall överlåta referenstillgången till *notes* innehavare. Inträffande av *Credit Event* innebär antingen att referensenheten inte fullgjort betalning i samband med referenstillgången eller att risken för att en eller flera betalningar uteblir ökat. Detta beror på hur man definierat *Credit Event* i *credit linked notes*. Problemet med definitioner av *Credit Events* analyseras i samband med analys av 2003 *ISDA Credit Derivatives Definitions* som innehåller vissa standardiserade definitioner av bl.a. *Credit Events*. Det är viktigt att påminna om att även i fall av *credit linked notes* är det möjligt att referensenheten sköter sina betalningar enligt planen och att det inte blir någon förlust för utställaren men att *Credit Event* ändå inträffar. I ett sådant fall skall utställaren fullgöra *Early Termination Payment*, alltså att till *notes* innehavare betala ett mindre belopp än inlösningsbeloppet, utan att utställaren lidit någon skada. Det är även möjligt att utställaren lidit en skada i samband med den underliggande

tillgången men att denna skada inte är täckt av *Credit Event* definitionerna. Detta är ett element som kännetecknar avtal om kreditderivat och gör att de skiljer sig från andra typer av avtal. Denna skillnad analyseras senare i denna avhandling.

I fall av *Early Termination Payment* blir utställaren skyldig att anskaffa pris på referenstillgången från fem *dealers* som köper eller säljer referenstillgången. Priset som fastställs på detta sätt skall utställaren betala till *notes*-innehavarna. Som sagts ovan blir detta pris i de flesta fall lägre än *notes* nominella värde. Denna typ av uppgörelse mellan avtalsparterna kallas för *Cash Settlement*.

Det är möjligt att avtalsparterna avtalar om *Physical Settlement* i fall av *Early Termination Payment* i vilket fall utställaren blir skyldig att överlåta referenstillgången till *notes*-innehavarna.

Utställaren har också skyldighet att betala ränta till *notes*-innehavarna. Räntan är investerarnas huvudmotiv att ingå *credit linked notes* transaktioner och räntan brukar betalas genom periodiska betalningar. I vissa fall blir räntan inte kopplad till referenstillgången vilket innebär att utställaren blir skyldig att betala hela räntebeloppet oavsett om betalning av kapitalbeloppet kopplas till referenstillgången. Detta innebär att utbetalning av kapitalbelopp till *notes* innehavarna beror på eventuella *Credit Events* medan betalning av ränta blir utställarens fastställda skyldighet.

Utställaren kan i vissa fall vara skyldig att dra av skatt eller andra avgifter från utbetalningar till *notes* innehavare. Skatteavdrag och återbetalning av skatt i samband med olika utbetalningar på grund av derivattransaktioner är reglerade i *ISDA Master Agreement* men problemet är att *credit linked notes* inte brukar dokumenteras med *ISDA Documentation*. I sådana fall måste *notes* innehavare förvissa sig om vilka regler som gäller i den konkreta situationen.

1.7.6 Utställarens rättigheter enligt *credit linked notes*

Utställarens viktigaste rättighet vid försäljning av *credit linked notes* är rätt till betalning av *notes* nominella belopp. Detta krav får utställaren ställa vid avtalsingåendet men i övrigt är det inte sannolikt att utställaren överlämnar *notes* till investeraren innan han fått betalt för dem. Om utställaren inte erhåller betalning för *credit linked notes* har i de flesta situationerna avtalet inte kommit till stånd. Det är möjligt att utställaren och en eller flera investerare kommer överens att *notes* nominella belopp skall betalas i delbetalningar under en period efter att *notes* överlämnats till innehavarna, men sådana situationer är inte vanliga.

Utställaren har också rätt att kräva återlämnande av *credit linked notes* tillbaka till honom när han betalar inlösningsbelopp till *notes* innehavare. Detta gäller också i fall av *Early Termination Payment* vilket kan vara i form av *Cash Settlement* eller *Physical Delivery*. Genom utbetalning till *notes* innehavare i form av *Cash Settlement* fullgör utställaren sin avtalsförpliktelse och han blir inte skyldig något annat till motparterna. Eftersom utställarens skyldighet upphör genom en sådan utbetalning har han rätt att kräva tillbaka *credit linked notes* från motparterna. Samma rättighet har utställaren vid överlåtelse av referenstillgången till *notes*-innehavarna. Genom överlåtelse av referenstillgången, alltså genom *Physical Delivery*, fullgör utställaren sin avtalsförpliktelse mot *notes* innehavare och har rätt att återkräva *notes*.

Ibland brukar man i *credit linked notes* inkludera utställarens rätt till återköp av *notes* på marknaden. Det är nämligen så att de flesta *credit linked notes* är skapade som löpande dokument som kan överlåtas till tredje man. En investerare som köpt en *credit linked note* kan överlåta den vidare till nya köpare och på så sätt kan även utställaren vara intresserad av att köpa sina egna *notes* från olika *notes* innehavare. Denna rättighet brukar då inkluderas i *credit linked notes* eftersom det kan vara oklart om utställaren har en sådan rättighet enligt lagen. Den föregående analysen av *credit linked notes* juridiska natur visar att olika regler tillämpas på *credit linked notes* i olika lagstiftningar. Det är inte säkert att varje lagstiftning tillåter utställaren att återköpa sina *notes* och av den anledningen brukar *credit linked notes* innehålla även en sådan bestämmelse.

1.7.7 *Investerarens skyldigheter enligt credit linked note*

Investerare, som i föregående avdelningar också kallats för *notes* innehavare, är skyldiga att betala *notes* nominella värde till utställaren vid avtalsingåendet. Som sagts ovan överlämnar utställaren inte *credit linked note* till investeraren om investeraren inte betalar *notes* nominella värde till utställaren.

Investeraren har också skyldighet att återlämna *notes* tillbaka till utställaren vid betalning av inlösningsbeloppet. Genom betalning av inlösningsbeloppet fullgör utställaren sin avtalsförpliktelse och hans betalningsskyldighet upphör. Eftersom just innehav av *credit linked note* ger dess innehavare rätt att kräva betalningen är det normalt att återlämna *note* när man erhållit betalningen.

1.7.8 *Investerarens rättigheter enligt credit linked note*

Investerarens viktigaste rättighet enligt ett avtal om *credit linked note* är rätten att kräva betalning av inlösningsbeloppet från utställaren. Investerare, som också kallas för *notes* innehavare, kan ställa betalningskravet först när *notes* förfaller till betalning. Genom betalning av *notes* nominella värde får alltså investeraren tillbaka sina pengar som han investerat i *credit linked notes*. Investerarens rätt att kräva denna betalning gäller under förutsättning att *Credit Event* inte inträffat. Endast under den förutsättningen kommer investeraren att erhålla hela inlösningsbeloppet.

Förutom kapitalbeloppet, som i föregående avdelningar också kallats för *notes* nominella värde, har investeraren rätt att kräva betalning av ränta från utställaren. Räntan är investerarnas huvudmotiv att ingå *credit linked notes* transaktioner. Utställaren brukar betala räntan till investeraren genom periodiska betalningar. I fall när betalning av ränta inte är kopplad till referenstillgången blir utställaren skyldig att betala hela räntebeloppet oavsett om betalning av kapitalbeloppet påverkas av eventuella *Credit Events*. Detta innebär att investeraren har rätt till utbetalning av ränta i varje fall oavsett eventuella *Credit Events*. I fall när betalning av ränta är kopplad till *Credit Events* har investeraren rätt till betalning av ränta endast under förutsättning att *Credit Event* inte inträffat.

Investeraren har också rätt att i fall när *Credit Event* inträffat kräva av utställaren att denne fullgör sina förpliktelser enligt den uppgörelsemetod som stipulerats i en konkret *credit linked note*. Blir denna metod *Cash Settlement* har investeraren rätt att kräva att utställaren skaffar information om referenstillgångens pris på marknaden från ett antal *dealers* och fullgör betalning av de belopp som blir resultatet av denna kalkyl. Utställarens skyldighet att skaffa information om det pris som gäller på marknaden är den vanligaste varianten som man hittar i

credit linked notes. I dessa situationer brukar alltså utställaren agera som *Calculation Agent* men det är möjligt att *Calculation Agent* blir en tredje person eller investeraren.

I fall när uppgörelsemetoden *Physical Delivery* är stiluperad i en *credit linked note* har investeraren rätt att kräva överlåtelse av referenstillgången från utställaren enligt *credit linked notes* villkor.

Investeraren har i de flesta fall rätt att överlåta *credit linked notes* till tredje man som också kan kallas för investerare eller *notes* innehavare. Som sagts ovan, brukar utställare skriva *credit linked notes* som löpande dokument som kan överlåtas till tredje man. Detta innebär att en *credit linked note* kan omsättas många gånger innan den förfaller till betalning.

1.7.9 Övriga bestämmelser i *credit linked notes*

Övriga bestämmelser som brukar inkluderas i *credit linked notes* är *representations*, ersättning av bortkomna *notes*, bestämmelser om preskription, lagval och val av jurisdiktion. Dessutom brukar man inkludera bestämmelser om hur avtalsparterna skall underrätta varandra genom skriftliga meddelanden och liknande bestämmelser.

Representations i engelsk rätt analyseras i samband med analys av *ISDA Master Agreement*. Av den anledningen analyseras *representations* inte i denna avdelning i samband med *credit linked notes*.

1.7.10 Avtalsbrott i samband med *credit linked notes*

Eftersom *credit linked notes* i de flesta fall inte dokumenteras med *ISDA Documentation* är det viktigt att konstatera att det finns en skillnad mellan *credit linked notes* å ena sidan och *credit default swaps* och *total return swaps* å den andra. Denna skillnad gäller under förutsättningen att de två övriga kreditderivatavtalen dokumenteras med *ISDA Documentation* och avser parternas avtalsbrott.

I fall av avtal om kreditderivat som dokumenteras med bl.a. *ISDA Master Agreement* finns det bestämmelser som föreskriver vad som blir effekten av ett avtalsbrott och hur motparten skall kräva och räkna ut ersättning i en sådan situation. Dessa bestämmelser kan verka delvis invecklade men ger ändå någon vägledning till avtalsparterna.

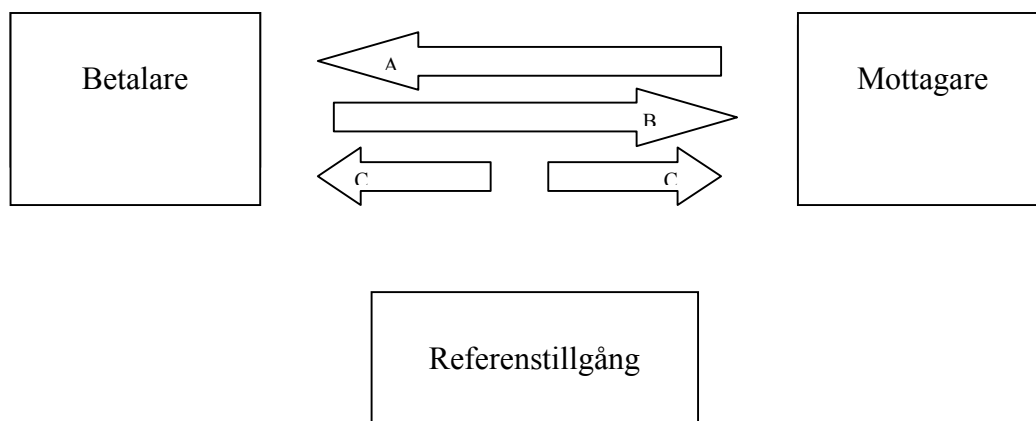
När det gäller *credit linked notes* kan man konstatera att dessa rättshandlingar inte brukar innehålla sådana bestämmelser. Avtalsbrott i samband med *credit linked notes* skall istället lösas med tillämpning av avtalsrättsliga och skadeståndsrättsliga regler enligt den lag som avtalsparterna valt i en konkret *credit linked note*.

1.8 Total return swap

Total return swap är en typ av kreditderivat som endast översiktligt analyseras i denna avhandling. Anledningen till denna korta analys är att *total return swap* används i mycket mindre omfattning än *credit default swap* och är en enklare avtalstyp. *Total return swap* eller *TROR*, som är en förkortning för *total rate of return swap*, är ett avtal om kreditderivat som ingås mellan två avtalsparter som kallas för betalare och mottagare. Enligt detta avtal betalar mottagaren en periodisk betalning till motparten bestående av en räntesats t.ex. LIBOR. I gengäld för denna betalning erhåller mottagaren från hela avkastningen betalaren dvs. ränta på

det underliggande instrumentet som t.ex. kan vara en obligation. Räntesatsen på det underliggande instrumentet bör vara högre än LIBOR så att mottagaren gör en vinst på denna transaktion. I vissa fall kan betalaren vara skyldig att betala en premie utöver räntan.¹ Mottagaren är dessutom skyldig att ersätta betalaren en eventuell värdeminskning av det underliggande instrumentet.

Bild 3. *Total return swap*



A = LIBOR

B= referenstillgångs ränta plus en eventuell premie

C = värdeminskning eller värdeökning

Genom avtal om *total return swap* köper betalaren skydd för risk på det underliggande instrumentet eftersom mottagaren blir skyldig att ersätta instrumentets eventuella värdeminskning. Dessutom erhåller betalaren en betalning från mottagaren som består av LIBOR. Eftersom betalaren garanteras ett värde på ett underliggande instrument och en fast räntesats dvs. LIBOR, kallas han även för skyddsköpare. Mottagaren erhåller räntan på det underliggande instrumentet och eventuell värdeökning på det underliggande instrumentet. Det underliggande instrumentet kallas också för referenstillgång. Mottagaren, som betalar LIBOR och står för instrumentets eventuella värdeminskning kallas i detta fall för skyddssäljaren. Utbetalningar av referenstillgångens ränta och mottagarens betalningar görs i slutet av varje period som kan vara t.ex. tre eller sex månader. En slutlig uppgörelse sker vid avtalstidens slut och då räknar en av avtalsparterna eller en tredje person ut en eventuell värdeminskning eller värdeökning av det underliggande instrumentet. Den person som gör dessa kalkyler kallas för *Calculation Agent*. Visar en sådan kalkyl att värdet på referenstillgången kvarstår oförändrat sker ingen betalning på denna grund.²

Total return swap som beskrivits ovan är en enklare variant av denna avtalstyp där två avtalsparter gör ömsesidiga betalningar. Vid en slutlig uppgörelse ersätter antingen mottagaren för betalaren värdeminskningen på referenstillgången eller betalaren för mottagaren värdeökningen på referenstillgången.

¹ S. Das.10-11.

² I. Nelken, s. 29-33.

Det finns *total return swaps* där avtalsparterna avtalar även om *Credit Event* på det underliggande instrumentet. En sådan transaktion inkluderar parternas rättigheter och skyldigheter som beskrivits ovan och dessutom mottagarens skyldighet att vid inträffande av *Credit Event* ersätta betalaren, förutom värdeminskning på referenstillgången, även utebliven avkastning. I sådana fall hävs avtalet före avtalstidens utgång och då sker en slutlig uppgörelse.

Det finns två uppgörelsemetoder som tillämpas i *total return swap* transaktioner i fall av *Credit Event*. De är samma metoder som i fall av *credit default swap* och de kallas för *Cash Settlement* och *Physical Settlement*. Dessa metoder har beskrivits i föregående avdelning om *credit default swap*.

Genom avtal om *total return swap* åstadkommer avtalsparterna ett ”syntetiskt förvärv” av ett underliggande instrument där en överlåtelse av själva instrumentet inte sker. Med ett ”syntetiskt förvärv” menar man att mottagaren genom *total return swap* åstadkommer identiska ekonomiska effekter som ett riktigt innehav av instrumentet dvs. referenstillgången innebär. Positiva effekter innebär att mottagaren under avtalstiden erhåller hela avkastningen på det underliggande instrumentet och dessutom instrumentets eventuella värdeökning. Negativa effekter innebär att mottagaren står risken för instrumentets eventuella värdeminskning och även risken för att avkastningen uteblir i fall när *Credit Event* inkluderats i avtalet. Allt detta åstadkommer mottagaren utan att han investerar i instrumentet eftersom ägaren till instrumentet förblir betalaren. Mottagaren betalar i gengäld ett rörligt belopp till betalaren. Detta belopp räknas vanligtvis som räntesats LIBOR + spridning.

Betalaren åstadkommer å andra sidan en annan ekonomisk effekt med denna transaktion. Betalaren överför sin egen risk på det underliggande instrumentet till mottagaren, under avtalstiden. Genom denna transaktion åstadkommer betalaren ett riskskydd och erhåller en viss betalning för avkastning som han förlorat. Av denna anledning kallas betalaren även för skyddsköpare i denna transaktion. Avtalstiden på en *total return swap* transaktion behöver inte överensstämma med förfallotiden på det underliggande instrumentet. Har en betalare t.ex. en obligation på åtta år kan han ingå en *total return swap* med en mottagare för t.ex. endast ett år. I praktiken dominerar *total return swaps* med relativt korta avtalstider, mellan sex månader och ett år, men det finns även transaktioner med längre avtalstider.¹

Referenstillgångar dvs. underliggande instrument i samband med *total return swaps* kan vara av olika slag. Det kan vara olika obligationer, lån, index, aktier, inkomster från t.ex. fastigheter, leasing avtal och liknande.²

Avtal om *total return swaps* dokumenteras också med *ISDA Documentation* vilket innebär *ISDA Master Agreement*, *Schedule*, *Confirmation* och *ISDA Credit Derivatives Definitions*. När det gäller *Confirmation* är det viktigt att konstatera att ISDA inte skapat en särskild *Confirmation* för just *total return swaps*. Avtalsparter som ingår *total return swap* transaktioner förhandlar och skriver sina egna *Confirmations* genom att de använder ISDA:s terminologi och formulerar avtalsbestämmelser så att de följer *ISDA Documentations* anda. *Confirmations* för *total return swaps* brukar vara omfattande, ibland upp till 30 sidor, med mycket detaljerade bestämmelser.³

¹ S. Das, s. 14.

² J. M. Tavakoli, s. 20.

³ J. M. Tavakoli, s. 54.

1.9 Slutsats – allmänt om grundläggande kreditderivatstyper

Analysen ovan visar att *credit default swap* är en avtalstyp med en komplicerad avtalsstruktur vilken måste dokumenteras med lika komplicerade och omfattande avtalsbestämmelser. De mest komplicerade bestämmelserna är olika *Credit Events* och uppgörelsemetoder. Det finns ett ovanligt avtalselement i denna struktur, nämligen publicering i vissa informationskällor, som används för fastställande av om en *Credit Event* inträffat. Avtalsstrukturen som analyserats ovan påminner om flera andra avtalstyper som t.ex. kreditförsäkring, garanti och spel. Denna likhet väcker frågor om *credit default swap* i själva verket är en annan, redan existerande avtalstyp, som används under ett nytt namn och med en ändrad avtalsterminologi. Dessa frågor utreds i kommande kapitel i denna avhandling.

2. KREDITDERIVAT I FÖRHÅLLANDE TILL KREDITFÖRSÄKRING

2.1. Inledning

I detta kapitel analyseras likheter och skillnader mellan kreditderivat och försäkringsavtal. Denna jämförelse har stor betydelse för olika aktörer som ingår kreditderivatavtal i egenskap av skyddssäljare. En skyddssäljarverksamhet för överföring av kreditrisker genom kreditderivatavtal regleras inte i lagstiftningen vilket resulterar i oklarhet om vilka aktörer som får driva en sådan verksamhet. Det är möjligt att tolka de existerande lagbestämmelserna som reglerar vissa liknande verksamheter på så sätt att det kan vara förbjudet för vissa aktörer att agera som skyddssäljare i kreditderivattransaktioner. En sådan tolkning skulle kunna leda till allvarliga konsekvenser för vissa aktörer i form av tillsynsmyndighetens sanktionering och eventuell ogiltighet av deras kreditderivatavtal. Dessa frågor analyseras nedan först i svensk rätt och sedan i engelsk rätt.

2.2 Problemställning

Jämförelse mellan kreditderivat och kreditförsäkring har en oerhört stor betydelse för aktörer som ingår kreditderivattransaktioner i egenskap av skyddssäljare. Dessa aktörer är som sagt de stora globala bankerna som agerar på den internationella finansmarknaden och vissa finansieringsbolag vilkas verksamhet inkluderar denna typ av kreditriskhantering. En skyddssäljare i en kreditderivattransaktion tar över kreditrisker i sin egen portfölj eller agerar i egenskap av mellanhand och överför dessa risker vidare till andra aktörer. Den omständigheten att banker och finansieringsbolag ingår kreditderivattransaktioner tyder på att denna verksamhet omfattas av regler om bank- och finansieringsrörelse. Detta är emellertid en tveksam slutsats eftersom denna fråga inte är definitivt löst, varken i praktiken eller i doktrinen.

Bankrörelse och finansieringsrörelse är viktiga verksamheter som regleras av strikta regler i varje lagstiftning. Banker och finansieringsbolag behöver tillstånd att driva sina rörelser och de står under tillsyn av finansinspektioner i sina länder. Samma principer gäller även försäkringsrörelse där det också finns strikta regler som förbjuder för andra aktörer att driva försäkringsverksamhet utan tillstånd. Om en bank eller ett finansieringsföretag bryter mot dessa regler och driver försäkringsverksamhet, som alltså inte omfattas av deras tillstånd, kan de bli sanktionerade av finansinspektionen eller en annan tillsynsmyndighet. Påföljderna för ett sådant lagbrott varierar i olika länder men de brukar utformas som varningar, höga straffavgifter och i allvarliga fall indragning av tillstånd. Om ett försäkringsbolag bryter mot dessa regler och driver en annan verksamhet utan tillstånd kan detta också leda till varningar, straffavgifter eller indragning av tillstånd enligt lagstiftningen som reglerar sådana verksamheter.

Det framgår från beskrivningen ovan att bankrörelse är strikt avskild från försäkringsrörelse och att t.ex. en bank inte får ingå försäkringsavtal i egenskap av försäkringsgivare. Detta

skulle kunna resultera i allvarliga konsekvenser för banken i fråga där den allvarligaste konsekvensen är indragning av tillstånd vilket innebär att bankens verksamhet upphör. Upphörande av bankens verksamhet är den mest drastiska påföljden och det finns knappast någon bank i världen som är beredd att riskera sin verksamhet på detta sätt. Även andra påföljder, i form av straffavgifter eller t.ex. varningar från en tillsynsmyndighet kan visa sig vara väldigt skadliga för bankens verksamhet. Dessa påföljder publiceras offentligt i många länder och bankens kunder kan förlora sitt förtroende för banken och flytta sina affärer till en annan bank. Aktörernas rykte i den internationella finansiella världen är deras viktigaste tillgång och de är väldigt angäsliga om att inte förlora det. Ett exempel på hur snabbt det kan gå illa för en aktör i den finansiella världen var revisionsbyrån Arthur Andersen som varit inblandad i den stora finanskandalen med det amerikanska bolaget Enron. Arthur Andersen, en global revisionsbyrå med dotterbolag i många länder i världen, likviderades därför att ett av deras dotterbolag i USA gjort sig skyldig till brott mot USA:s lagar. Resten av bolaget gick inte att rädda och bolagets övriga bolag togs över av andra revisionsbyråer under olika former. Arthur Andersens bolag i andra länder hade inte gjort sig skyldiga till någonting i sina verksamheter men de tappade sina kunder på grund av den stora skandalen i USA. Konsekvenserna för lagbrott är ytterst allvarliga på den internationella finansmarknaden och de flesta aktörerna är därför väldigt försiktiga i sina ageranden.

Den strikta indelningen mellan bank- och finansieringsverksamheten å ena sida och försäkringsverksamheten å den andra har på sistone blivit delvis oklar. Anledningen till detta är att bankverksamhet har väsentligt förändrats under de senaste åren. En del av bankernas inkomster kommer numera från t.ex. fasta avgifter för förvaltning av medel och liknande tjänster. Bankerna söker ständigt nya produkter dvs. nya tjänster som skulle kunna erbjudas till olika motparter. En av dessa produkter är kreditderivat som möjliggör en kreditriskhantering där de banker som är etablerade inom detta område kan både sprida dessa risker och ta betalt för sådana tjänster. Det är inte så komplicerat för banker nuförtiden att bilda sina försäkringsbolag eller för försäkringsbolag att bilda sina banker och på så sätt inträda på nya marknader. Detta innebär emellertid stora kostnader och utveckling av dessa verksamheter och det är inte säkert att dessa verksamheter kommer att generera de vinster som planerats. Det är därför mycket enklare för banker att själva ingå t.ex. kreditderivattransaktioner i egenskap av skyddssäljare, eventuellt sprida dessa risker på marknaden mot betalning och behålla en del av priset som sin förtjänst. Transaktionskostnaderna blir i så fall lägre vilket är oerhört viktigt i dagens läge där bankernas marginaler är extremt låga. Därför är banker väldigt känsliga för en möjlig klassificering av kreditderivat som försäkringsrörelse och därför är denna fråga så viktig att analyseras.

Det finns en annan anledning till denna analys. Frågan om kreditderivats förhållande till kreditförsäkring har redan aktualiserats i engelsk rätt med anledning av att den finansiella marknaden i London är den största marknaden för kreditderivat i världen. Det var viktigt för aktörer som agerar på denna marknad att få vissa svar på denna problemställning vilket gör denna fråga aktuell även i svensk rätt.

2.3 Klassificering av kreditderivat som kreditförsäkring

I följande avsnitt analyseras avtal om kreditderivat i förhållande till kreditförsäkringsavtal utifrån svensk lagstiftning och rättspraxis. Den första frågan som analyseras i detta sammanhang är huruvida avtal om kreditderivat kan klassificeras som försäkringsavtal enligt försäkringsavtalslagen (2005:104) och den andra frågan är vilka juridiska påföljder som

inträder om kreditderivatavtal klassificeras som försäkringsavtal. Med juridiska påföljder menas inte endast civilrättsliga påföljder i form av eventuell ogiltighet av vissa former av kreditderivatavtal utan också förvaltningsrättsliga påföljder vilka är oerhört viktiga för samtliga aktörer som agerar i egenskap av skyddssäljare. Med förvaltningsrättsliga påföljder menas eventuella sanktioner för aktörer inom bank-, finansierings och försäkringsverksamhet som kan beslutas av Finansinspektionen.

2.4 Element som kännetecknar försäkringsavtal

Inledningsvis kan konstateras att de element som kännetecknar ett försäkringsavtal är dess skadeståndsnatur eftersom försäkringsgivaren, som alltid är ett försäkringsbolag, åtar sig att utbetala ersättning för ekonomisk förlust, alltså för uppkommen skada. Det finns även en annan typ av försäkringsavtal där försäkringsgivaren åtar sig att utbetala ett överenskommet belopp såsom i fall av livförsäkring eller annan personförsäkring. Denna skillnad utgör grunden för indelning av försäkringsavtal inom svensk rätt i två grupper. Dessa två grupper kallas för personförsäkring och skadeförsäkring. Personförsäkring är liv-, olycksfalls- och sjukförsäkring medan skadeförsäkring är all annan försäkring.¹ Personförsäkringen är inte relevant för denna analys och denna avhandling eftersom avtal om kreditderivat har likheter med kreditförsäkring och för det mesta jämförs med denna typ av försäkringsavtal.

Eftersom kreditförsäkringen hör till skadeförsäkringen analyseras endast skadeförsäkringen i detta sammanhang och detta försäkringsslag betecknas i fortsättningen som försäkring eller försäkringsavtal. Försäkringsavtal inkluderar bl.a. ansvarsförsäkring där även kreditförsäkring ingår. Samtliga försäkringsavtal är sådana avtal där försäkringsgivaren åtar sig att utbetala ersättning för uppkommen skada.

Den nya försäkringsavtalslagen föreskriver att försäkringsavtal är ett avtal om ”individuell försäkring mot ekonomisk förlust genom sakskada, ersättningsskyldighet eller ren förmögenhetsskada i övrigt (skadeförsäkring) som tecknas hos ett försäkringsbolag”.² Det finns alltså två element som kännetecknar ett försäkringsavtal enligt denna lagbestämmelse. Det första elementet är att ett försäkringsavtal ger ersättning för ekonomisk förlust och det andra elementet är att ett sådant avtal kan tecknas endast hos försäkringsbolag.

I samband med en uppkommen skada eller förlust i ett försäkringsavtal är det viktigt att uppmärksamma ett begrepp som kallas för ”försäkringsbart intresse”. Enligt den nya försäkringsavtalslagen (FAL) definieras detta begrepp som ”varje lagligt intresse som omfattas av försäkringen.”³ Enligt den äldre lagstiftningen var föremålet för skadeförsäkring ”varje lagligt intresse som kan uppskattas i penningar”.⁴ Detta intresse kan avse försäkringstagarens eller tredje mans intresse. Begreppet intresse förekommer ofta i försäkringsrätten, inte endast i svensk rätt utan även i engelsk och amerikansk rätt.⁵ Inom engelsk rätt och även amerikansk rätt ställer man krav på försäkringstagaren att denne måste ha ett försäkringsbart intresse både inom livförsäkring och skadeförsäkring.⁶

¹ J. Hellner, Försäkringsrätt, 2. uppl., Stockholm, 1994, s. 56.

² 1 § försäkringsavtalslag (2005:104); 1 § lag (1927:77) om försäkringsavtal som gällde till den 31 december 2005 föreskriver att ett försäkringsavtal i svensk rätt är ett avtal ”varigenom försäkring meddelas av någon som driver försäkringsrörelse”.

³ 6 kap. 1 § försäkringsavtalslag (2005:104)

⁴ 35 § lag (1927:77) om försäkringsavtal

⁵ J. Hellner, s. 212.

⁶ J. Hellner, s. 212.

Begreppet försäkringsbart intresse förklaras på så sätt att lagen anknyter detta begrepp till en förlust. Om en person t.ex. tecknar försäkring på ett hus, blir enligt lagens terminologi själva intresset i huset föremål för försäkringen. Om huset brinner ner lider ägaren förlust och han har därigenom ett intresse i huset.¹ Begreppet försäkringsbart intresse förklaras på ett enklare sätt även som risken att lida förlust i visst avseende, om en viss framtida händelse inträffar; risken att försäkringstagarens egendom skadas (vid sakförsäkring) eller att hans förmögenhet annars minskar, t.ex. genom att han blir skadeståndsskyldig (vid ansvarsförsäkring).²

Begreppet intresse som föremål för försäkringen är inte klargörande och det måste alltid förstås i ett sammanhang.³ Det är nämligen så att det finns olika poster i en persons förlust och olika personers förluster. Om t.ex. ett hus brinner ner kan ägaren lida förlust i flera avseenden. Förutom husets värde, som är en förlust, kan ägaren förlora hyresinkomster om det var ett hyreshus, eller om det var en fabrik lida förlust genom avbrott i produktionen. Ägaren kan försäkra sig för husets värde genom en brandförsäkring men om han vill skydda sig mot övriga förluster måste han teckna andra typer av försäkringar. Enligt lagens terminologi avser varje sådan försäkring olika försäkringsbara intressen. Man säger att dessa försäkringsbara intressen avser olika förlustposter i en persons förlust.⁴

I fallet ovan kan andra personer, som alltså inte är ägare själva, också lida förluster om huset brinner ned. Det kan t.ex. vara en hyresgäst som blir tvungen att söka ny bostad, vilket innebär en förlust för honom. Det kan också t.ex. vara en inteckningshavare som har panträtt i fastigheten. Båda dessa personer, hyresgästen och inteckningshavaren, har sina intressen i förhållande till huset som ägs av en annan person. Dessa personer får också rätt att försäkra sina intressen enligt försäkringsavtalslagen. I detta fall avser sådana intressen olika personers förluster. Lagen tillåter alltså att en person försäkrar även tredje mans intresse, alltså täcker en annan förlust än sin egen.⁵

Begreppet försäkringsbart intresse förekommer på flera ställen i FAL vilket underlättar dess förståelse och tolkning. Exempel på detta är begreppen dubbelförsäkring och underförsäkring. Dubbelförsäkring regleras i lagen på så sätt att om samma intresse har försäkrats mot samma risk hos flera försäkringsbolag, har den försäkrade inte rätt till högre ersättning sammanlagt från försäkringsbolagen än som svarar mot skadan.⁶ Underförsäkringen regleras i lagen på så sätt att i fall när försäkringsbeloppet understiger det försäkrade intressets värde blir försäkringsgivaren ansvarig för så stor del av inträffad skada som svarar mot förhållandet mellan försäkringsbeloppet och sagda värde.⁷ Dessa bestämmelser innehåller en regel som kallas för berikandeförbudet till försäkringstagarens nackdel. Försäkringstagaren måste i varje fall nöja sig med en ersättning som motsvarar hans ekonomiska förlust. Även om han har rätt att kräva högre ersättning enligt avtalet blir försäkringsgivaren inte skyldig att utbetala den högre ersättningen.⁸

När det gäller intressebegreppets sakliga betydelse kan begreppet intresse bytas ut med begreppet förlust och det kan konstateras att den som inte lider förlust inte kan få ersättning ur skadeförsäkringen. Detta innebär att begreppet intresse inte är ett rättsligt utan ett ekonomiskt

¹ J. Hellner, s. 213.

² B. Bengtsson, Försäkringsrätt, Några huvudlinjer, 3 uppl., Stockholm, 1987, s. 71.

³ J. Hellner, s.213.

⁴ J. Hellner, s.213.

⁵ J. Hellner, s.214.

⁶ 6 kap. 4 § försäkringsavtalslagen (2005:104)

⁷ 6 kap. 3 § försäkringsavtalslagen (2005:104)

⁸ SOU 1989:88, s. 199.

begrepp vilket är en härskande uppfattning i Norden och på den europeiska kontinenten i övrigt.¹

Det framgår således att den person som saknar ett försäkringsbart intresse inte kan teckna försäkring eller, om ett försäkringsavtal redan kommit till stånd, denna försäkringstagare inte kan erhålla ersättning. Dessa situationer kan förklaras på så sätt att en person inte kan teckna försäkring på någon helt ovidkommande persons egendom på så sätt att om denna egendom skadas, försäkringstagaren skulle få ut ersättning. En sådan försäkringstagare har inget försäkringsbart intresse i denna egendom. Den andra situationen kan förklaras med ett exempel där en husägare som tecknat försäkring för huset senare har sålt detta. Den personen kan inte få ersättning i fall av en skada på huset, även om försäkringsavtalet fortfarande gäller. Anledningen till detta är att den personen inte längre har ett försäkringsbart intresse i huset.²

När man bedömer en persons intresse skall man ta hänsyn till att begreppet intresse har ett ekonomiskt innehåll, inte ett rättsligt. Det räcker alltså att den person som skulle få ersättning har en sådan ställning i förhållande till den försäkrade egendomen att han lider ekonomisk förlust om egendomen skadas. Denna person behöver inte ha någon rätt till egendomen i fråga.³

Ett försäkringsbart intresse skall vara lagligt⁴ vilket innebär att man inte kan försäkra sig mot t.ex. förlust som uppstår genom att man smugglar varor. Det är däremot inte olagligt att skydda sig mot följder av sin egen grova vårdslöshet, vilket man gör vid ansvarsförsäkring.⁵

Det är möjligt att ett försäkringsbart intresse upphör under avtalstiden. Detta kan t.ex. hända i en situation när en försäkrad egendom förstörs under avtalstiden av en händelse som inte täcks av försäkringen. Eftersom egendomen inte längre existerar kommer försäkringsgivaren inte att ha något ansvar enligt avtalet. En liknande situation är när försäkringstagaren försäkrat sin egendom och avtalet endast gäller honom själv. Om han säljer egendomen under avtalstiden upphör hans försäkringsbara intresse eftersom han inte kan överlåta försäkringsavtalet till köparen. Det finns andra tänkbara situationer där ett försäkringsbart intresse upphör före eller under avtalstiden och i samtliga dessa situationer upphör försäkringstagarens rätt att erhålla skadeersättning från försäkringsgivaren.⁶

Det andra element som kännetecknar ett försäkringsavtal är att ett sådant avtal tecknas hos ett försäkringsbolag. Som försäkringsbolag anses försäkringsaktiebolag och ömsesidiga försäkringsbolag som fått tillstånd (koncession) att driva försäkringsrörelse.⁷ Detta element ger inte något underlag för bedömning av vad som utgör ett försäkringsavtal. Som vi kommer att se vidare i texten har begreppet försäkringsrörelse alltid varit oklart i svensk rätt och denna oklarhet påverkar även bedömning av frågan om avtal om kreditderivat skiljer sig från avtal om kreditförsäkring.

¹ J. Hellner, s. 219.

² J. Hellner, s. 218.

³ J. Hellner, s. 219.

⁴ 6 kap. 1 § försäkringsavtalslag (2005:104)

⁵ J. Hellner, s. 220.

⁶ J. Hellner, s. 221.

⁷ 1 kap. 1 § försäkringsrörelselag (1982:713)

2.5 Likheter och skillnader mellan kreditförsäkring och kreditderivat

En kreditderivattransaktion som dokumenteras med *ISDA Credit Derivatives Definitions* och *ISDA Credit Derivatives Confirmation* visar flera likheter med kreditförsäkring vilket ger anledning att ställa frågan om denna transaktion kan klassificeras som ett försäkringsavtal.

Det första elementet i kreditderivattransaktioner som liknar försäkring är *Credit Event*. I avtal om kreditderivat är en *Credit Event* en händelse som utlöser skyddssäljarens betalningsförpliktelse. Sådana händelser kännetecknar också ett försäkringsavtal där de utlöser försäkringsgivarens plikt att utbetala försäkringsersättning. En *Credit Event* kan i flera fall, men inte alltid, innebära en utebliven betalning. En utebliven betalning utlöser både skyddssäljarens skyldighet att betala ett belopp till skyddsköparen under ett avtal om kreditderivat och försäkringsgivarens skyldighet att betala samma belopp till försäkringstagaren under ett avtal om kreditförsäkring. Det första intryck som man får när man jämför dessa situationer är att det egentligen handlar om samma sak. Om skyddsköparen i ett avtal om kreditderivat äger det underliggande instrumentet, vilket skyddsköparen gör i många fall, blir det svårt att se någon skillnad mellan detta avtal och kreditförsäkringsavtalet. Båda avtalstyperna avser alltså skydd för kreditrisker och innehåller liknande rättigheter och skyldigheter för avtalsparterna.

Ägande av det underliggande instrumentet är emellertid inte ett obligatoriskt element för ett avtal om kreditderivat. Som det framgår av analysen i det föregående kapitlet finns det många kreditderivatavtal där en skyddsköpare inte äger det underliggande instrumentet vid avtalsingåendet. Detta gäller oftast i fall av *Cash Settlement* som uppgörelsemetod. Skyddsköparen har i fall där han inte ägt det underliggande instrumentet inte lidit någon förlust eller skada men han har ändå erhållit betalning från skyddssäljaren.

Samma sak kan hända även i fall av den andra uppgörelsemetoden, nämligen *Physical Delivery*. Man kan undra på vilket sätt skyddsköparen, som inte äger det underliggande instrumentet, kommer att överlåta detta instrument till skyddssäljaren i fall av *Physical Delivery*. Vid inträffande av en *Credit Event* brukar marknadspriset på det underliggande instrumentet gå ner och då blir skyddssäljaren skyldig att betala instrumentets nominella värde till skyddsköparen. Skyddsköparen kommer i så fall att köpa det underliggande instrumentet på marknaden och betala ett lågt pris för det. Därefter överlåter skyddsköparen instrumentet till skyddssäljaren och erhåller samtidigt instrumentets nominella värde från skyddssäljaren. Även i detta fall av värdeminskning lider skyddsköparen inte någon förlust på ett instrument som skyddsköparen inte äger.

Avtal om kreditderivat avser alltså i de fall där skyddsköparen inte äger det underliggande instrumentet inte någon skada eller förlust för skyddsköparen. De avser vissa *Credit Events* som utlöser en betalningsskyldighet oavsett om den part som erhåller betalningen lidit en skada eller inte. Det kan hända att en part verkligen lidit en förlust i samband med inträffandet av en *Credit Event* men detta är irrelevant för motpartens betalningsskyldighet. Motparten ersätter inte den inträffade förlusten utan utbetalar ett visst belopp oavsett om en förlust inträffat och oavsett dess storlek.

Denna omständighet, irrelevans av förlust eller skada på skyddsköparens sida, är ett element som skiljer avtal om kreditderivat från försäkringsavtal. Ett försäkringsavtal avser alltid en förlust eller skada för försäkringstagaren och om detta element uteblir kan inte avtalet

klassificeras som försäkringsavtal. Denna omständighet utgör alltså en betydande skillnad mellan dessa två avtalstyper.

Omständigheten som beskrivits ovan kan analyseras även utifrån begreppet försäkringsbart intresse. Ett försäkringsbart intresse måste som sagts finnas på försäkringstagarens sida vid avtalsingåendet i ett försäkringsavtal. En skyddsköpare som ingår ett avtal om kreditderivat i samband med ett instrument som han inte äger har inget försäkringsbart intresse vid ingåendet denna transaktion. Detta är möjligt eftersom ett försäkringsbart intresse inte krävs för denna avtalstyp. En skyddsköpare som äger det underliggande instrumentet vid avtalsingåendet och sedan säljer det under avtalstiden har en oförändrad rätt att erhålla betalning från skyddssäljaren i fall av en *Credit Event*. Omständigheten att skyddsköparen sålt instrumentet har ingen betydelse för denna transaktion även om han blir skyldig att överlåta instrumentet till skyddssäljaren. Han kan som sagts köpa instrumentet igen och överlåta det. En försäkringstagare däremot måste ha ett försäkringsbart intresse vid ingåendet ett försäkringsavtal och detta intresse får inte upphöra under hela avtalstiden. Även denna omständighet utgör en betydande skillnad mellan avtal om kreditderivat och försäkringsavtal.

En skyddsköpare i ett avtal om kreditderivat som inte lidit någon skada eller förlust i samband med en *Credit Event* har ändå rätt att erhålla betalningen från skyddssäljaren. På detta sätt erhåller han en betalning som visserligen avtalats mellan avtalsparterna men som inte grundas på någon skada eller förlust. Detta är inte möjligt enligt berikandeförbudet¹ som gäller försäkringsavtal. Inte heller FAL:s regler om underförsäkring och dubbelförsäkring gäller avtal om kreditderivat. Skyddssäljaren i ett avtal om kreditderivat blir skyldig att betala ett visst belopp till skyddsköparen oavsett om skyddsköparen lidit någon skada eller förlust och oavsett skadans storlek. Även denna omständighet utgör en skillnad mellan avtal om kreditderivat och försäkringsavtal.

Man kan bedöma även övriga avtalsförpliktelser som kännetecknar ett försäkringsavtal t.ex. försäkringstagarens upplysningsplikt eller hans skyldighet att minska eller undvika skada och konstatera att dessa förpliktelser inte omfattas av avtal om kreditderivat. Även denna skillnad skulle kunna bidra till slutsatsen att avtal om kreditderivat inte kan klassificeras som försäkringsavtal i svensk rätt. Detta är emellertid ett svagt argument eftersom dessa försäkringstagarens förpliktelser inte omfattas av tvingande bestämmelser i FAL. Detta innebär att dessa förpliktelser kan uteslutas från försäkringsavtal. De tvingande bestämmelserna i FAL föreskriver att försäkringsvillkor som i jämförelse med FAL är till nackdel för försäkringstagaren är utan verkan mot försäkringstagaren.² Om avtalsparterna utesluter vissa av försäkringstagarens förpliktelser är detta till försäkringstagarens fördel. Att avtala om något till försäkringstagarens fördel strider inte mot FAL:s tvingande bestämmelser. Dessa omständigheter är alltså av mindre betydelse för bedömningen av om avtal om kreditderivat kan klassificeras som försäkringsavtal. Även om avtalsparter som ingår ett kreditförsäkringsavtal stipulerar några avtalsvillkor som är till nackdel för försäkringstagaren påverkar detta inte slutsatsen ovan. Det är alltså fritt för parterna att utforma övriga avtalsvillkor i ett kreditförsäkringsavtal på så sätt att de liknar avtalsvillkor i ett avtal om kreditderivat.

Den viktigaste skillnaden mellan avtal om kreditderivat och försäkringsavtal är alltså den omständigheten att kreditderivat inte baseras på skadeersättning som försäkringsavtal gör.

¹ SOU 1989:88, s. 199.

² 1 kap. 6 § försäkringsavtalslag (2005:104)

Omständigheten att en förslut eller skada inträffat på skyddsköparens sida är irrelevant och har ingen betydelse för ett avtal om kreditderivat.

Även om skillnaderna mellan försäkringsavtal om kreditderivatavtal som beskrivits ovan är väsentliga för slutsatsen att det inte handlar om samma avtalstyp är det inte säkert att varje domstol som eventuellt kommer att behandla denna fråga kommer till samma slutsats vid bedömningen av ett individuellt avtal. Man kan tänka sig en situation där skyddsköparen ägt det underliggande instrumentet vid avtalsingåendet och behållit det under hela avtalstiden. Det är möjligt att skyddssäljaren och skyddsköparen kommit i tvist och att denna tvist skall slitas i domstol. Om domstolen tar hänsyn endast till de konkreta förhållandena i det konkreta avtalet kan domstolen komma till slutsatsen att avtalet i fråga är ett försäkringsavtal. De faktiska omständigheterna i detta fall ger anledning till en sådan slutsats eftersom skyddsköparen hade ett lagligt intresse av att försäkra sig vid avtalsingåendet och detta lagliga dvs. försäkringsbara intresse har han behållit under hela avtalstiden. Eftersom det handlar om ett kreditförhållande mellan skyddsköparen och den underliggande enheten framstår detta kreditderivatavtal som en kreditförsäkring. Man undrar varför detta avtal skulle kallas för kreditderivat när det finns en äldre och säkrare beteckning för detta, nämligen avtal om kreditförsäkring. Det är alltså inte uteslutet att en domstol kommer till slutsatsen att ett kreditderivatavtal där de faktiska omständigheterna är sådana som beskrivits ovan, egentligen är ett kreditförsäkringsavtal.

Däremot, om en annan tvist mellan en skyddsköpare och en skyddssäljare kommer till en domstol där skyddsköparen aldrig ägt det underliggande instrumentet och aldrig lidit någon skada skulle domstolen förmodligen inte kunna komma till samma slutsats som i situationen som beskrivits ovan. I sådana fall saknas det grundläggande elementet för ett försäkringsavtal, nämligen skyddsköparens försäkringsbara intresse vid avtalsingående och en förlust eller skada som skulle ersättas av skyddssäljaren. Domstolen skulle i detta fall kunna beakta möjligheten som skyddsköparen haft enligt avtalet att köpa det underliggande instrumentet under avtalstiden men det verkar inte vara ett avgörande argument att klassificera detta avtal som ett försäkringsavtal. En domstol har ett konkret avtal att bedöma och skall komma till sin slutsats på grund av omständigheter som föreligger i det konkreta fallet. Dessa omständigheter kan vara olika i två situationer som beskrivits ovan och de kan leda till olika bedömningar och klassificeringar av kreditderivatavtal.

Analysen ovan visar att det är sannolikt att enstaka avtal om kreditderivat klassificeras på olika sätt, både som försäkringsavtal och som en avtalstyp som skiljer sig från försäkringsavtal. Om en domstol kommer till slutsatsen att en kreditderivatransaktion där skyddsköparen hela tiden ägt det underliggande instrumentet i själva verket är ett kreditförsäkringsavtal kan man ställa frågan vem som agerat i egenskap av skyddssäljare i detta avtal. Om skyddssäljaren är ett försäkringsbolag kommer detta avtal att regleras av FAL. Om skyddssäljaren inte är ett försäkringsbolag kräver denna fråga en djupare analys. Det är möjligt att t.ex. en bank, som ingått ett kreditderivatavtal som klassificeras som försäkringsavtal i egenskap av försäkringsgivare, brutit mot lagbestämmelser som reglerar försäkringsrörelse. Banker får inte driva försäkringsrörelse eftersom deras tillstånd inte inkluderar detta. Om banken i fråga gjort sig skyldig till brott mot försäkringsrörelselagen blir vissa sanktioner tillämpliga? Blir ett sådant försäkringsavtal där en bank agerat i egenskap av försäkringsgivare ogiltigt, oavsett att det kallas för kreditderivatavtal? En diskussion om dessa frågor inkluderar en analys om vad som utgör försäkringsrörelse. Detta är inte en ny fråga i svensk rätt eftersom den redan har diskuterats i olika sammanhang men aldrig i samband med avtal om kreditderivat.

Analysen ovan visar också att det finns sådana kreditderivatavtal där skyddsköparen inte alls ägt det underliggande instrumentet eller inte ägt det under hela avtalstiden. Sådana avtal saknar försäkringsbart intresse på skyddsköparens sida vid avtalsingåendet eller utrymme för ersättning av förlust eller skada vid utbetalning från skyddssäljarens sida. Sådana kreditderivatavtal kan i så fall inte klassificeras som kreditförsäkringsavtal eftersom de saknar element som är nödvändiga för ett försäkringsavtal. En domstol som eventuellt dömer över ett sådant kreditderivatavtal skall sannolikt inte kunna komma till slutsatsen att detta är ett försäkringsavtal. Hur skall domstolen döma i ett sådant fall om skyddssäljaren i detta kreditderivatavtal är ett försäkringsbolag? Blir ett sådant avtal ogiltigt? Har försäkringsbolaget genom detta avtal drivit en verksamhet som faller utanför tillståndet för försäkringsrörelse? Blir några sanktioner aktuella mot ett sådant försäkringsbolag?

Nedan följer en analys som försöker ge svar på de frågor som ställts ovan. Vid denna analys är det viktigt att påpeka att de två varianter av kreditderivatavtal som nämnts ovan egentligen är en och samma avtalstyp som innehåller identiska avtalsbestämmelser. Det som skiljer dessa två varianter åt är endast faktiska omständigheter angående ägandet av det underliggande instrumentet. Dessa olika faktiska omständigheter kan emellertid i konkreta fall ge domstolar anledning att klassificera avtalsvarianterna som två olika avtalstyper, den första som försäkringsavtal och den andra som kreditderivatavtal.

2.6 Kreditderivat och försäkringsrörelse

Den första frågan som analyseras nedan är om en bank som ingått ett avtal om kreditderivat som kan klassificeras som kreditförsäkringsavtal brutit mot regler om försäkringsrörelse. Den andra frågan som omfattas av denna analys är om kreditförsäkringsavtalet blir ogiltigt på grund av ett sådant avtalsbrott.

För att analysera den första frågan måste man utgå från begreppet försäkringsrörelse. Problemet med detta begrepp är att dess innehåll aldrig varit fastställt i svensk rätt. Förarbeten¹ till försäkringsrörelselag² innehåller följande uttalande: ”Begreppet försäkringsrörelse är emellertid inte definierat i gällande lag. Det har överlämnats åt rättstillämpningen att med ledning av allmänt språkbruk och allmän uppfattning avgöra vad som förstås med uttrycket driva försäkringsrörelse. I en del fall kan det vara oklart om en viss verksamhet skall anses falla under försäkringsrörelselagen eller inte. Enligt gällande lag kan regeringen pröva denna fråga endast när ett företag söker koncession att driva försäkringsrörelse. I övrigt är det allmän domstol som avgör om en viss verksamhet faller under försäkringsrörelselagen eller inte. Frågan kommer under domstols prövning i form av mål om ansvar för olaga bedrivande av försäkringsrörelse efter åtal av allmänna åklagaren...I betänkandet SOU 1960:11 undersökte 1958 års sakkunniga möjligheten att i lagtext eller lagmotiv ge en närmare definition av begreppet drivande av försäkringsrörelse men fann det inte möjligt att ge någon klar och entydig definition av begreppet driva försäkringsrörelse”.

Citatet ovan visar att försäkringsrörelse är ett oklart begrepp som skall tolkas ”med ledning av allmänt språkbruk och allmän uppfattning”. Denna formulering ger ingen hjälp vid tolkning av begreppet i fråga. Öppnar denna oklarhet en möjlighet för aktörer som inte är försäkringsbolag att driva en försäkringsrörelse i någon form utan koncession? Om denna möjlighet finns, vilka slags försäkringsavtal kan sådana aktörer ingå? Dessa frågor har

¹ Prop. 1981/82:180 s.132

² försäkringsrörelselag (1982:713)

diskuterats i rättspraxis i ett rättsfall som blev känt under namnet ”Volvo garantier”¹ som analyseras senare i detta avsnitt.

Eftersom förarbetena till försäkringsrörelselagen är oklara är det intressant att se om lagbestämmelser kan ge en vägledning för situationen som nämnts ovan där ett kreditderivatavtal klassificeras som ett kreditförsäkringsavtal. Tyvärr ger lagtexten ingen hjälp i denna situation. Förutom den inledande bestämmelsen² som föreskriver att försäkringsrörelse får drivas endast av försäkringsbolag som har koncession till detta finns det en annan bestämmelse som föreskriver att kredit ingår som en klass i koncession för skadeförsäkringsrörelse.³ Den enda slutsats som man kan komma till på grund av dessa lagbestämmelser är den slutsats som man kommit till på grund av analys av bestämmelser i försäkringsavtalslagen, nämligen att avtal om kreditförsäkring får ingås endast av försäkringsbolag om de agerar i egenskap av försäkringsgivare.

Vad händer då med den bank som nämnts ovan och dess kreditderivatavtal som klassificerats som ett kreditförsäkringsavtal? Blir denna bank sanktionerad av Finansinspektionen därför att den drivit försäkringsrörelse under namnet kreditderivatavtal? Vilken rättsgrund kan Finansinspektionen åberopa som stöd för sitt beslut om sanktion mot denna bank?

Instruktionen för Finansinspektionen⁴ föreskriver att Finansinspektionen har till uppgift att ”utöva tillsyn i enlighet med vad som anges i lag eller annan författning”⁵ samt att ”...handlägga förvaltningsärenden i enlighet med lag eller annan författning”.⁶ Dessa bestämmelser ger inte mycket hjälp i de frågor som ställts ovan eftersom Finansinspektionen endast har FAL och försäkringsrörelselagen att tillämpa och förmodligen skulle komma till samma slutsats, nämligen att frågorna som ställts ovan inte kan besvaras endast utifrån bestämmelser i dessa två lagar. Som sagts ovan ger förarbetena till försäkringsrörelselagen ingen vägledning i denna analys heller, utan lämnar begreppet försäkringsrörelse utan definition. När det gäller Finansinspektionens tillsyn innehåller förarbetena uttalanden som kan uppfattas som ett slags inskränkning av denna verksamhet. Där finns ett uttalande som innebär att denna verksamhet huvudsakligen skall omfatta kontroll över tillämpningen av principerna om soliditet och skälighet i försäkringsrörelse.⁷ Förutom denna verksamhet skall också marknadsföring och information som försäkringsbolag lämnar kontrolleras.⁸ Dessa uttalanden var skrivna 1980 och avser dåvarande Försäkringsinspektionen som ersattes av Finansinspektionen och kan kopplas även till Finansinspektionens nuvarande verksamhet.

Det har redan sagts att de aktörer som ingår kreditderivatavtal i egenskap av skyddssäljare är huvudsakligen banker och finansieringsbolag. Det är därför intressant att se om lagstiftningen som reglerar dessa rörelser⁹ innehåller några bestämmelser som skulle kunna användas i bedömningen om ingående av vissa kreditderivatavtal kan klassificeras som bank- eller finansieringsrörelse. På detta sätt skulle man eventuellt kunna placera vissa kreditderivatavtal inom bank- och finansieringsrörelse och utesluta dem från det oklara begreppet försäkringsrörelse. Lag om bank- och finansieringsrörelse föreskriver att en bankrörelse

¹ NJA 1958 s. 536

² 1 kap. 1 § försäkringsrörelselag (1982:713)

³ 1 kap. 3a § försäkringsrörelselag (1982:713)

⁴ förordning (1996:596) med instruktion för Finansinspektionen

⁵ 2§ 2st. 1p.förordning (1996:596) med instruktion för Finansinspektionen

⁶ 2§ st.2 p.3 förordning (1996:596) med instruktion för Finansinspektionen

⁷ Prop. 1981/82:180 s.102

⁸ Prop. 1981/82:180 s.102-103

⁹ lag (2004:297) om bank- och finansieringsrörelse

omfattar betalningsförmedling och mottagande av medel som efter uppsägning är tillgängliga för fordringsägaren inom högst 30 dagar.¹ Dessa verksamheter avser uppenbarligen inte kreditriskhantering av den typ som genomförs under villkor som stipuleras i avtal om kreditderivat. Enligt samma lag inkluderar en finansieringsrörelse mottagande av återbetalningspliktiga medel från allmänheten, kreditlämnande, utställande av garantier för kredit, förvärvande av fordringar i finansieringssyfte och upplåtande av lös egendom till nyttjande (leasing).² Jämför man dessa verksamheter med kreditriskhantering i avtal om kreditderivat kan man komma till slutsatsen att dessa formuleringar i lagtexten inte omfattar ingående i kreditderivatavtal.

Det kan alltså konstateras att lagtext (FAL, försäkringsrörelselagen, instruktionen för Finansinspektionen och lag om bank- och finansieringsrörelse) inte ger någon konkret vägledning i bedömningen av vissa kreditderivatavtal som liknar kreditförsäkringsavtal. Förarbetena till försäkringsrörelselagen³ och de nyare förarbetena till lag om bank- och finansieringsrörelse⁴ ger ingen vägledning i denna fråga heller. I denna situation återstår det att försöka hitta vägledning i rättspraxis. I svensk rättspraxis finns det ett intressant rättsfall som nämnts ovan, nämligen ”Volvo garantier”.⁵ Rättsfallet är från 1958, alltså långt innan avtal om kreditderivat uppkommit, men HD:s resonemang och kommentarer till detta rättsfall kan vara aktuella även i frågan om gränsdragning mellan försäkringsrörelse och kreditderivatverksamhet.

I det nämnda rättsfallet blev Volvos VD åtalad som ansvarig person för att Volvo drivit försäkringsrörelse utan tillstånd (koncession), vilken förseelse straffades med dagsböter eller fängelse enligt lagen om försäkringsrörelse från 1948. Enligt åklagaren bestod Volvos otillåtna yrkesmässiga försäkringsverksamhet i att Volvo åtagit sig att vid försäljning av sina bilar betala reparationskostnader i fall en såld bil inom 5 år skadades i Sverige genom yttre olyckshändelse eller åverkan. Denna garanti omfattade inte kostnader som ersattes av annan och kostnader för skador som uppstått i samband med brand, stöld, billån, rattfylleri och i vissa andra fall. Volvos garanti gällde reparationskostnader som, vid varje skadetillfälle, översteg 200 kr.

I sitt försvar anförde den åtalade att Volvos garanti var ett åtagande som en fabrikant åtar sig på det tekniskt – ekonomiska området, alltså inte en försäkring. Volvo bestämde sig för att inkludera denna garanti vid bilförsäljning därför att försäkringsbolag inte varit villiga att differentiera sina premier i förhållande till Volvobilar. Reparationskostnaderna för Volvobilar var lägre än reparationskostnaderna för övriga bilar och Volvo ansåg att försäkringspremien också borde vara lägre.

När det gällde den juridiska naturen av Volvos garantier åberopade försvaret ett utlåtande av juris professorn Phillips Hult. Enligt detta utlåtande är ett försäkringsavtal ett självständigt avtal, vilket innebär att försäkringsavtalet existerar oberoende av vissa andra avtal. Dessutom är försäkringsavtalet ett ömsesidigt avtal där försäkringsgivaren åtar sig att ersätta skadan medan försäkringstagaren förbinder sig att betala premien. Volvos garantier var däremot osjälvständiga biavtal till ett huvudavtal som gällde bilförsäljning. Dessutom betalade inte köpare av Volvobilar en separat premie för denna garanti, vilket också var ett viktigt element i

¹ 1 kap. 3§ 1st. p.1 och 2 lag (2004:297) om bank- och finansieringsrörelse

² 1 kap. 4§ 1st. p.1 och 2 lag (2004:297) om bank- och finansieringsrörelse

³ Prop. 1981/82:180

⁴ Prop. 2002/03:139

⁵ NJA 1958 s. 536

bedömningen. I övrigt anförde försvaret att Volvos garanti inte var ett avtal utan ett villkor i ett annat avtal och att de typiska elementen i försäkringsavtal, t.ex. försäkringstagarens upplysningsplikt inte existerat i detta fall. Bristen på definition av försäkringsrörelse diskuterades också i målet med hänvisning till förarbetena till lagen om försäkringsrörelse från 1948. I förarbetena¹ anges att begreppet försäkringsrörelse har den mening som det har i ”språkbruk och allmän uppfattning”.

HD lämnade åtalet utan bifall och motiverade sitt beslut genom att analysera inte endast försäkringsrörelse utan även biltillverkningsrörelse. HD fastställde att Volvos garantier, som egentligen var ett riskövertagande mot vederlag, stämde med de risker som täcks av vagnskadeförsäkring, men HD bedömde även övriga omständigheter i ärendet. Dessa omständigheter var att garantier meddelades endast i samband med försäljning av bilar tillverkade av Volvo och att vederlaget för riskövertagandet inte var en bestämd premie utan ingick i köpeskillingen. Dessutom var garantin tidsbegränsad och kunde inte förnyas. HD ansåg att lämnandet av sådana garantier anknöt till tillverkningen av Volvos bilar bl.a. därför att Volvo, genom sin landsomfattande serviceorganisation, i stort sett avhjälpste de med garantin avsedda skadorna antingen genom reparationer i sina verkstäder eller genom leverans av nya bilar vid särskilt omfattande skador.

Med hänsyn till utformningen av Volvos åtagande och det naturliga och nära samband som åtagandet haft med Volvos verksamhet ansåg HD att lämnandet av garantier ingick i Volvos rörelse. Av den anledningen kunde HD inte acceptera uppfattningen att Volvo drivit försäkringsrörelse i den mening som avsågs i lagen om försäkringsrörelse.

Detta rättsfall har väckt stort uppseende² och blivit kommenterat i den juridiska litteraturen. En kommentar³ utgår från det faktum att det inte finns en definition eller analys i svensk rätt om vad som omfattas av försäkringsrörelse. Dessutom konstateras i samma kommentar att formuleringen från förarbetena⁴ till lagen om försäkringsrörelse från 1948 att begreppets mening skall bestämmas genom ”språkbruk och allmän uppfattning” inte hjälper i tvistiga fall.

Kommentaren analyserar anledningar till att en försäkringsrörelse skall regleras och att tillsyn skall utövas över en sådan verksamhet. Dessa anledningar är för det mesta det faktum att försäkringsbolag bildar reservfonder som skall kontrolleras och behovet av att hindra bedrägerier i samband med försäkring.⁵ Å andra sidan analyserar kommentaren möjligheten att vissa andra verksamheter, som inte är försäkringsrörelse, erbjuder försäkringsliknande tjänster till kunder. Frågan är i sådana fall var gränsen går mellan försäkringsrörelse och andra typer av rörelse och vilka kriterier man tillämpar i en sådan bedömning. När det gäller övriga försäkringsliknande avtal skulle man kunna acceptera en sådan verksamhet om denna verksamhet utgör en biverksamhet till en annan huvudverksamhet. Frågan är då hur man bedömer vad som är huvudverksamhet i ett konkret fall och hur denna förhåller sig till den biverksamhet som i själva verket utgör en försäkringsverksamhet.⁶

¹ SOU 1946:34 s. 238 och 295; Prop 1948:50 s. 274-278.

² J. Hellner, s. 39.

³ J. Hellner, The Scope of Insurance Regulation: What Is Insurance for Purposes of Regulation?, The American Journal of Comparative Law, Vol.XII, 1963, Number 4, Vol.XII, s. 494-543.

⁴ SOU 1946:34 s. 238 och 295; Prop 1948:50 s. 274-278.

⁵ J. Hellner, The American Journal of Comparative Law, s. 536.

⁶ J. Hellner, The American Journal of Comparative Law, s. 538.

Svaret på denna fråga är inte lätt att ge i varje fall. Därför måste man göra en individuell bedömning av varje situation och ta hänsyn till flera viktiga element. Man måste ta hänsyn till vad som är vanligt och allmänt accepterat i en bransch, huruvida biverksamheten främjar ekonomisk effektivitet av aktörens huvudverksamhet och vilket samband som existerar mellan dessa två verksamheter.¹ Man måste också ta hänsyn till att rörelsekostnaderna för en försäkringsverksamhet är högre just på grund av krav som ställs av lagen och tillsynsmyndigheterna. Om en annan aktör, genom en biverksamhet, erbjuder liknande men mindre förmånliga försäkringsavtal för ett lägre pris bör man ställa frågan vad detta är värt. En annan aktör, som erbjuder samma förmåner som ett försäkringsbolag för ett lägre pris, saknar troligtvis reservfonder och dennes försäkring är möjligtvis mindre säker än försäkringsbolagets försäkringsskydd.²

Ett annat viktigt moment i en sådan bedömning och vid beslutsfattande av huruvida man skall reglera vissa andra verksamheter är konkurrensfrågan. Försäkringsbolag kan vara tvungna att ta ut högre priser på grund av krav som lagen ställer medan de övriga aktörerna slipper sådana kostnader och konkurrerar med lägre priser. Man får inte gynna en verksamhet framför en annan på ett sådant sätt och därför måste man noga överväga även denna aspekt av frågan om hur man bedömer vad som är försäkringsrörelse.³ Slutligen kommer man till slutsatsen att en individuell prövning måste göras i varje fall och hänsyn tas till många element, inte endast juridiska utan även ekonomiska.

De argument som åberopades i HD:s beslut och i kommentaren till detta beslut kan tillämpas även vid bedömningen av likheter mellan kreditderivatavtal och försäkringsavtal. Det är viktigt att påpeka en gång till att denna jämförelse avser endast kreditderivatavtal där faktiska omständigheter är sådana att skyddsköparen ägt det underliggande instrumentet både vid avtalsingående och under hela avtalstiden. Det första argumentet avser användbarhet av uttrycket ”språkbruk och allmän uppfattning” för bedömning av innehållet i begreppet försäkringsrörelse. Detta uttryck finns både i äldre förarbeten⁴ och i förarbeten till den gällande försäkringsrörelselagen.⁵ När det gäller begreppet ”kreditderivatavtal” kan man konstatera att detta begrepp inte ännu kommit att användas och att det inte finns någon allmän uppfattning om vad detta avtal är. Det är nämligen så att ordet derivat kommer från det engelska ordet *derive* vilket innebär att den transaktion som betecknas som ett kreditderivat framgår ur ett kreditförhållande, det som i denna avhandling kallas för det underliggande instrumentet. Denna beteckning säger inte mycket eftersom samma beteckning skulle kunna användas för borgen, olika betalningsgarantier och även kreditförsäkring. Dessa transaktioner framgår också ur kreditförhållanden men kallas inte för kreditderivat. Användning av ”språkbruk och allmän uppfattning” ger alltså inget resultat i denna bedömning.

I kommentaren som nämnts ovan hittar man åter ett argument som tidigare nämnts i detta avsnitt och som i dagens läge verkar vara överspelat. Det handlar om frågan vad som är syfte med tillsyn som skall utövas över försäkringsrörelse. Som syftet för denna tillsyn anges i kommentaren endast behovet av att hindra bedrägerier i samband med försäkring behovet av att kontrollera om försäkringsbolag bildar reservfonder.⁶ Denna kommentar ligger i linje med kommentarer som lämnats i förarbeten nämligen att denna tillsyn huvudsakligen skall omfatta

¹ J. Hellner, The American Journal of Comparative Law, s. 539.

² J. Hellner, The American Journal of Comparative Law, s. 540.

³ J. Hellner, The American Journal of Comparative Law, s. 542.

⁴ SOU 1946:34 s. 238 och 295; Prop. 1948:50 s. 274-278

⁵ Prop. 1981/82:180 s.132

⁶ J. Hellner, The American Journal of Comparative Law, s. 536.

principer om soliditet och skälighet i försäkringsrörelse¹ samt marknadsföring och information som försäkringsbolag lämnar.² Den tillsyn som utövas av Finansinspektionen i dagens läge skiljer sig säkert från den tillsyn som utövats för 30-40 år sedan. Försäkrings- och finansiella transaktioner har blivit alltmer komplicerade och sofistikerade med alltfler aktörer som ingår sådana transaktioner vilket kräver en mycket mer omfattande tillsyn och kontroll från Finansinspektionens sida. En annan fråga är om Finansinspektionen i sin verksamhet kan åstadkomma det som varken lagbestämmelser eller förarbeten lyckats åstadkomma, nämligen att definiera begreppet försäkringsrörelse. Det som skulle kunna försvåra ett sådant försök från Finansinspektionens sida är just dessa oklara lagbestämmelser och uttalanden i förarbeten.

I HD:s dom om Volvos garantier och kommentarna till denna dom som nämnts ovan finns det ett viktigt resonemang som bidrar till bedömningen av vissa kreditderivatavtal i förhållande till kreditförsäkring och ger några riktlinjer för hur man skulle kunna svara på frågorna som ställts ovan. Det handlar om möjligheten att vissa andra aktörer, som inte driver en försäkringsrörelse, erbjuder försäkringsliknande tjänster till kunder. Frågan är i sådana fall var gränsen går mellan försäkringsrörelse och andra rörelsetyper och vilka kriterier man tillämpar i en sådan bedömning. När det gäller övriga försäkringsliknande avtal skulle man kunna acceptera en sådan verksamhet om denna verksamhet utgör en biverksamhet till en annan huvudverksamhet. Frågan är då hur man bedömer vad som är huvudverksamhet i ett konkret fall och hur den förhåller sig till den biverksamhet som i själva verket utgör en försäkringsverksamhet.

Analyserar man bank- och finansieringsverksamhet som till en stor del består av kreditverksamhet och utställande av olika garantier, bl.a. garantier för kredit, verkar det vara naturligt att kreditriskhantering i form av bland annat kreditderivatavtal ingår i denna verksamhet. Man kan se en sådan kreditriskhantering både som en biverksamhet till kreditgivningsverksamhet eller som huvudverksamhet. I båda fallen är det svårt att hitta något argument mot en uppfattning att olika former av kreditriskhantering hör till bankverksamhet ur ett historiskt perspektiv. Om kreditderivat uppfattas som en biverksamhet till bank- och finansieringsverksamhet motsvarar denna verksamhet beteckningen ”försäkringsliknande tjänster” som nämnts ovan. Det är precis vad vissa avtal om kreditderivat är, nämligen försäkringsliknande transaktioner. Med detta menas de avtal om kreditderivat där skyddssköparen ägt det underliggande instrumentet både vid avtalsingående och under hela avtalstiden. Det som skiljer sådana kreditderivatavtal från kreditförsäkringsavtal är att en skyddssköpare har rätt att sälja det underliggande instrumentet när som helst och ändå kräva ersättning från skyddssäljaren om en *Credit Event* inträffar. En sådan rätt har inte en försäkringstagare i ett kreditförsäkringsavtal. Om försäkringstagaren säljer sin fordran har han inget försäkringsbart intresse längre och han har inte rätt till ersättning från försäkringsgivaren. Denna skillnad gör att de ovan nämnda kreditderivatavtalen endast är försäkringsliknande men inte identiska med kreditförsäkring. Utifrån diskussionen om ”Volvo – garantier” kan man säga att just den omständigheten att skyddssköparen i kreditderivatavtal inte behöver vara ägare av den underliggande fordran utgör gränsen mellan en försäkringsliknande verksamhet och en försäkringsverksamhet. Jämför man dessa omständigheter med de omständigheter som förelåg i fallet Volvos garantier kan man konstatera att Volvos garantier var en utpräglad vagnskadeförsäkring som ett biavtal i Volvos vanliga bilförsäljningsavtal. Avtal om kreditderivat är emellertid inte en utpräglad kreditförsäkring eftersom sådana avtal stipulerar en mycket större frihet för skyddssköparen att

¹ Prop. 1981/82:180 s.102

² Prop. 1981/82:180 s.102-103

disponera över det underliggande instrumentet än vad en försäkringstagare har i ett försäkringsavtal. Omständigheten att en skyddsköpare i ett kreditderivatavtal varit ägare till det underliggande instrumentet är resultat av skyddsköparens ekonomiska bedömningar eller missbedömningar. Denna omständighet har ingenting att göra med kreditavtalets juridiska natur. Det är snarare så att avtal om kreditderivat är skapade just för att möjliggöra för skyddsköparen att fritt disponera över det underliggande instrumentet under avtalstiden, till skillnad från kreditförsäkringsavtal där försäkringstagare inte har en sådan möjlighet.

Det har angivits i kommentaren till HD:s dom att konkurrensfrågan har stor betydelse vid den individuella bedömningen av varje försäkringsliknande verksamhet. Det har också angivits att försäkringsbolag kan vara tvungna att ta ut högre priser på grund av krav som lagen ställer medan de övriga aktörerna slipper sådana kostnader och konkurrerar med lägre priser. Därför anses det att man måste överväga även denna aspekt vid bedömningen av om en verksamhet kan klassificeras som försäkringsrörelse.¹ Denna aspekt är verkligen viktig när det gäller kreditriskhantering och förhållanden som i dagens läge gäller på marknaden. Dessa förhållanden är sådana att försäkringsbolag inte är villiga att teckna för många kreditrisker på grund av limiter som de fastställer i sin verksamhet för vissa typer av risker. Dessutom är de flesta försäkringsbolag inte villiga att ta kreditrisker för perioder längre än ett år, alltså mellanfristiga och långfristiga kreditrisker. Detta är karakteristiskt för hela den europeiska försäkringsmarknaden, inklusive Sverige.² Denna affärspolicy resulterar i brist på kapacitet för kreditrisker på marknaden vilket kompenseras delvis av bankgarantier och kreditderivat. Detta utgör en samhällsekonomisk aspekt av denna bedömning vilken inte kan bortses ifrån. Det kan konstateras att det knappast finns någon konkurrens för övertagande av vissa kreditrisker som försäkringsbolag inte vill ta och att bank- och finansieringsverksamhet utgör ett viktigt komplement till kreditriskhantering. Detta utbud gör att försäkringstagare och skyddsköpare som söker skydd för sina kreditrisker får välja mellan olika avtalstyper som erbjuds av olika aktörer och åstadkomma samma ekonomiska effekter i sin kreditriskhantering oavsett om dessa avtal skiljer sig åt med avseende på parternas rättigheter och skyldigheter och definitioner av *Credit Events*. Denna konkurrenssituation är alltså helt annorlunda jämfört med den situation som befaras uppstå om vissa aktörer skulle kunna erbjuda försäkringsliknande tjänster med lägre priser och på så sätt konkurrera ut försäkringsbolag som är tvungna att ta ut högre priser för sina tjänster.

En liknande fråga om användning av olika avtalstyper med syfte att åstadkomma kreditrisköverföring har diskuterats i en utredning om försäkringsrörelse från 1987.³ Denna utredning behandlar inte kreditderivatavtal utan förhållandet mellan kreditförsäkring och bankgaranti. Slutsatser som framförts i denna utredning utgör ett intressant resonemang om hur avtalsparter kan åstadkomma samma ekonomiska effekter genom att välja mellan bankgaranti och kreditförsäkring. Detta resonemang är intressant för en jämförelse mellan försäkringsavtal och kreditderivatavtal och för bedömning av konkurrensaspekterna som beskrivits ovan. Dessutom innehåller denna utredning ett försök att analysera omfattningen av begreppet kreditförsäkring vilket kan vara intressant i brist på definitionen av begreppet försäkringsrörelse.

¹ J. Hellner, The American Journal of Comparative Law, s. 542.

² European Commission – DG Competition, The Report on Market Trends of Private Reinsurance in the Field of Export Credit Insurance, 2004, s. 17-18

³ SOU 1987:58

I den nämnda utredningen beskrivs kreditförsäkring som ”försäkringar som ger en kreditgivare skydd mot ekonomiska förluster till följd av en lämnad kredit”.¹ Enligt en annan beskrivning är en kreditförsäkring avsedd ”att skydda en borgenär mot att en gäldenär icke kan fullgöra sina skyldigheter.”² Enligt utredningen täcker ingen av dessa beskrivningar samtliga befintliga former av kreditförsäkring i Sverige³ och inte heller alla de risker som en kreditgivare kan utsättas för.⁴ Dessutom anser man att begreppet kreditförsäkring i vissa sammanhang givits en mycket bred innebörd så att det omfattar, förutom verksamheten hos försäkringsbolag, även verksamhet vid vissa statliga myndigheter som ger skydd mot vissa risker. Av den anledningen ansåg man att begreppet kreditförsäkring som analyserats i utredningen skulle hållas inom gränser som avser försäkringsbolags verksamhet.⁵

Istället för en definition eller beskrivning av kreditförsäkring beskriver utredningen några typer av kreditförsäkring som hör till ”allmän kreditförsäkring” eller ”affärskreditförsäkring”.⁶ Dessa typer av kreditförsäkring är borgensförsäkring, hypoteksförsäkring och kundkreditförsäkring. Borgensförsäkring är, enligt denna utredning, en garanti som ett företag kan ställa för ett åtagande, vanligtvis i garantiform. Borgensförsäkring meddelas i form av proprieborgen, alltså ”såsom för egen skuld”. Det anses att borgensförsäkring som säkerhet är likvärdig med bankgaranti.⁷ Hypoteksförsäkring innebär, enligt samma utredning, en garanti för ett lån som i form av en försäkring tecknas av låntagaren som skydd för långivaren. Genom en sådan försäkring ställer försäkringsgivaren ut en garanti till långivaren för låntagarens återbetalning av lånet. Även denna försäkring meddelas i form av proprieborgen vilket innebär att försäkringsbolaget blir primärt ansvarig för låntagarens skuld. I fall av hypoteksförsäkring kräver försäkringsbolaget någon form av säkerhet. Både borgensförsäkring och hypoteksförsäkring är i många fall ett alternativ till de garantier som banker ger.⁸ Kundkreditförsäkring tecknas av en kreditgivare och ger denne skydd mot kundförluster. Till skillnad från de två första kreditförsäkringstyperna blir i detta fall försäkringstagaren även förmånstagare. Det framgår från utredningen att kreditförsäkring motsvarar oftast proprieborgen. Likheter mellan kreditförsäkring och borgen har även kommenterats i litteratur där man förklarar att gemensamt för kreditförsäkringar brukar vara att försäkringsgivaren inte ansvarar för rättsliga brister (t.ex. fordrans ogiltighet) utan endast för gäldenärens insolvens.⁹ Denna omständighet motsvarar borgens accessoriska natur vilken i de flesta fall resulterar i att borgensmannen inte är ansvarig om huvudförbindelsen är ogiltig.¹⁰

Bankernas garantigivning uppvisar, enligt den ovannämnda utredningen, stora likheter med försäkringsrörelse men begreppet bankgaranti står ändå utanför försäkringsrörelsebegreppet.¹¹ En bankgaranti definieras som ”en förbindelse utfärdad av bank, i allmänhet på uppdrag av kund, till förmån för tredje man som säkerhet för prestation som uppdragsgivaren (kunden) har att fullgöra gentemot förmånstagaren”.¹² När man läser denna definition ser man att den

¹ SOU 1987:58 s. 277.

² J. Hellner, s. 478.

³ SOU 1987:58, s. 278.

⁴ SOU 1987:58, s. 284.

⁵ SOU 1987:58, s. 279.

⁶ SOU 1987:58, s. 284.

⁷ SOU 1987:58, s. 285.

⁸ SOU 1987:58, s. 285-286.

⁹ J. Hellner, s. 482

¹⁰ G. Wallin, Borgen och tredjemanspant, 2 uppl., 1996, s. 80.

¹¹ SOU 1987:58, s. 279.

¹² SOU 1987:58, s. 299.

skulle, med en enkel omformulering, kunna passa till både borgensförsäkring och hypoteksförsäkring som beskrivits ovan. Kundkreditförsäkring och vissa andra kreditförsäkringar mot politiska risker, som inte beskrivits ovan, täcks emellertid inte av denna definition.

Det framgår alltså att kreditförsäkring och garantigivning delvis överlappar varandra och att det finns ett antal garantier som har sina motsvarigheter i kreditförsäkringen. På detta sätt konkurrerar banker och försäkringsbolag om kunder inom vissa områden men inte alla.¹ I fall där banker och försäkringsbolag konkurrerar med varandra kan man även jämföra storlekar av bankprovision och försäkringspremie. Denna omständighet resulterar i att en kund kan välja mellan en bank och ett försäkringsbolag som sysslar med kreditförsäkring när det gäller de områden där de konkurrerar om kunder. Detta är en slutsats som kan dras på grund av definitionen av bankgaranti och vissa typer av kreditförsäkringar.

Men utredningen konstaterar också att bankverksamhet och försäkringsrörelse styrs av olika regler angående t.ex. kapitaltäckning, koncentration av risker, möjligheter att återförsäkra sina risker och liknande. Dessa olika regler som förekommer inom bank- respektive försäkringslagstiftningen ställer olika krav på banker respektive försäkringsbolag vilket i sin tur resulterar i att banker och försäkringsbolag ställer delvis olika villkor för sina garantier respektive kreditförsäkringar. Utredningen konstaterar att bankerna generellt ställer högre krav på säkerhet än försäkringsbolagen. Detta innebär att de kunder som inte kan uppfylla sådana högre säkerhetskrav för att få bankgarantier istället vänder sig till försäkringsbolagen och skaffar sig kreditförsäkring.² En nästan identisk kommentar hittar man även i litteraturen där man också konstaterar att bankernas krav på säkerhet i samband med garantiutgivning skiljer sig från kreditförsäkring.³

Utredningen anger också vissa fördelar med att det finns två olika avtalstyper som kan användas av samma avtalsparter. Dessa fördelar visar sig t.ex. i situationer där en bank inte kan lämna kredit till en och samma kund på grund av vissa begränsningar. Om denna bankens kund tecknar kreditförsäkring accepteras försäkringen av banken som fullgod säkerhet och banken kan då bevilja lånet. Å andra sidan kan ett försäkringsbolag sprida sina risker genom ett utvecklat återförsäkringssystem och på så sätt skapa ny kapacitet att ta nya kreditrisker på samma kund vilket banker inte kan göra.⁴

Enligt utredningen visar dessa omständigheter att kreditförsäkringen kan meddelas i fall där bankgarantier inte kan komma i fråga vilket är en följd av att dessa två verksamhetsformer skiljer sig till sin natur och bygger på olika förutsättningar.

Slutligen kommer utredningen till vissa slutsatser om förhållandet mellan bankgaranti och kreditförsäkring. Man utgår ifrån att bank- och försäkringslagstiftningen, redan vid sin tillkomst, haft för avsikt att skapa klara gränser mellan bank- och försäkringsrörelse. Det har inte ansetts lämpligt att de två verksamhetsformerna griper in på varandras område. Svårigheten med detta är att man inte entydigt kunnat definiera vad som är bankrörelse och vad som är försäkringsrörelse. En skarp skiljelinje mellan dessa två rörelsetyper finns alltså inte i praktiken.⁵

¹ SOU 1987:58, s. 300.

² SOU 1987:58, s. 300-301.

³ J. Hellner, s. 478

⁴ SOU 1987:58, s. 332.

⁵ SOU 1987:58, s. 330.

Hur förhåller man sig då till denna oklarhet och vilket förslag lämnar man till en eventuell ändring av lagstiftningen? Enligt utredningen blir slutsatsen i denna fråga att kreditförsäkring och bankgaranti inte är identiska företeelser. Dessutom anser man att nuvarande kreditförsäkringsverksamhet kompletterar bankernas garantigivningsverksamhet. Man anser också att ”det vore olyckligt om försäkringsbolagets kapacitet på det aktuella området inte skulle få utvecklas fritt för att, på samma sätt som hittills, komplettera den kapacitet som bankerna kan ställa till förfogande”.¹ Inget förslag till nya definitioner av försäkringsrörelse har lämnats vilket innebär att man inte ansett att dessa oklarheter skapat något problem i praktiken.

De slutsatser som gjorts i denna utredning avseende förhållandet mellan kreditförsäkring och bankgaranti gäller även förhållandet mellan kreditderivat och kreditförsäkring som analyseras i detta avsnitt. Det gäller de likheter mellan de kreditderivatavtal där skyddsköparen ägt det underliggande instrumentet under hela avtalstiden och kreditförsäkringsavtal som diskuterats ovan. Det gäller också de mycket liknande ekonomiska effekterna i form av kreditrisköverföring som avtalsparter åstadkommer genom användning av dessa avtalstyper. Även om utredningen inte lyckats med en klar definition av begreppet kreditförsäkring bidrar de beskrivningarna av olika kreditförsäkringstyper till en bild av vad som ingår i kreditförsäkring enligt ”allmänt språkbruk och allmän uppfattning”. Enligt beskrivningarna handlar det i verkligheten i de flesta fall om *proprieborgen* vilket ger ytterligare en anledning att påstå att kreditderivat skiljer sig från dessa transaktioner. Detta påstående gäller även i fall där skyddsköparen ägt det underliggande instrumentet vid avtalsingående och under hela avtalstiden.

Till utredningen, som skrivits för arton år sedan, kan man utifrån dagens perspektiv tillägga att även banker kan i dagens läge överföra sina kreditrisker utan att överlåta sina låneavtal. Detta gör de numera med användning av kreditderivatavtal. Sådana möjligheter hade, som det konstaterats i utredningen, försäkringsbolag sedan länge i form av olika typer av återförsäkringsavtal.

Avslutningsvis kan man utifrån vad som sagts ovan försöka ge ett klart svar på den fråga som ställts inledningsvis, nämligen om en bank vars kreditderivatavtal klassificerats som ett kreditförsäkringsavtal kan bli sanktionerad av Finansinspektionen därför att den drivit försäkringsrörelse under namnet kreditderivatavtal och vilken rättsgrund Finansinspektionen kan åberopa som stöd för sitt beslut om en sådan sanktion?

Ett kort svar på denna fråga är att risken att Finansinspektionen sanktionerar en bank, som agerat i egenskap av skyddssäljare i ett kreditderivatavtal där skyddsköparen ägt det underliggande instrumentet både vid avtalets ingående och under hela avtalstiden, är liten men att den ändå finns. Om man vid en sådan bedömning tar hänsyn endast till likheter mellan dessa avtalstyper och bortser ifrån skillnader, t.ex. skyddsköparens rätt att inte äga det underliggande instrumentet eller att sälja det under avtalstiden, kan en sådan bedömning eventuellt resultera i slutsatsen att banken i fråga drivit försäkringsrörelse. Inträffande av en *Credit Event* i ett sådant avtal innebär förmodligen en förlust eller skada för skyddsköparen vilket också kan ses som ett försäkringsavtalselement. Inträffande av förlust för skyddsköparen i denna situation är emellertid inte säkert eftersom det kan hända att skyddsköparen vinner på denna transaktion om han överlåter på skyddssäljaren en annan

¹ SOU 1987:58, s. 331-333.

billigare *Deliverable Obligation* och behåller det underliggande instrumentet där han eventuellt erhåller hela betalningen från den underliggande enheten. Men även denna omständighet skall bortses från i detta fall och endast likheterna mellan dessa avtal som nämnts ovan skall beaktas. Finansinspektionen skulle i så fall kunna konstatera att banken ingått detta avtal yrkesmässigt, alltså i form av rörelse, att banken saknat tillstånd att driva försäkringsrörelse och att den kan sanktioneras enligt försäkringsrörelselagen.

Det finns flera argument mot en sådan slutsats. Det första argumentet är att ett kreditderivatavtal måste analyseras som en helhet med samtliga element som avtalet innehåller. Gör man en sådan analys kan man hitta flera element som skiljer detta avtal från ett kreditförsäkringsavtal. Det andra argumentet mot slutsatsen att banken i fråga har drivit en försäkringsrörelse är oklarheten av begreppet försäkringsrörelse som diskuterats ovan. Varken lagtext eller förarbeten ger stöd för en klar uppfattning vad som omfattas av detta begrepp. Rättspraxis, som består huvudsakligen av Volvos garantier fallet och doktrinen, tillåter möjligheten att olika aktörer, som inte är försäkringsbolag, erbjuder försäkringsliknande tjänster. Eftersom förarbetena lämnat i uppdrag till rättspraxis att tolka begreppet försäkringsrörelse och fastställa dess innebörd har detta argument en särskild betydelse i denna bedömning. Argument som åberopats i utredningen som nämnts ovan¹ om förhållanden mellan bankernas garantigivning och kreditförsäkringsverksamhet är också tillämpliga på förhållandet mellan kreditderivat och kreditförsäkring. Det kan konstateras igen att kreditderivatverksamhet kompletterar kreditförsäkringsverksamhet som i dagens läge inte har tillräcklig kapacitet att motsvara efterfrågan för kreditrisköverföring på den internationella finansmarknaden. Detta argument kan kompletteras med uppgiften att försäkringsbolag nuförtiden köper skydd i form av kreditderivat för kreditrisker i sina portföljer från de stora globala bankerna eftersom återförsäkringsmarknaden inte heller har tillräcklig kapacitet för sådana risker. I dagens läge betraktas vid dessa överväganden inte endast svenska förhållanden utan ”den gemensamma marknaden för finansiella tjänster som växer fram i Europa”.² Riskspridning anses nuförtiden vara en av det finansiella systemets tre huvuduppgifter³ och avtal om kreditderivat är en viktig transaktionstyp som möjliggör en sådan riskspridning. På detta sätt har kreditderivattransaktioner fått en användning både inom bank- och finansieringsverksamheten och försäkringsverksamheten.

På grund av vad som sagts ovan kan man konstatera att argument mot sanktionering av en bank som ingår kreditderivatavtal under sådana omständigheter som nämnts ovan verkar vara starkare än argument för en sådan sanktionering. Ändå är det inte omöjligt att, genom en strikt tolkning av försäkringsrörelselagen och med uteslutande av alla argument som nämnts ovan, komma till en annan slutsats, nämligen att banken i fråga brutit mot lagens regler och att den skall sanktioneras.

2.7 Försäkringsbolag och kreditderivatverksamhet

Diskussionen om verksamhetsfrågor leder till en annan fråga, nämligen om försäkringsbolag får ingå kreditderivatavtal i egenskap av skyddssäljare. Med detta menas sådana kreditderivatavtal där skyddsköparen inte äger det underliggande instrumentet, alltså inte kreditförsäkringsliknande kreditderivat. Ett sådant avtal innehåller inga element som är typiska för försäkringsavtgal. Är det förbjudet för försäkringsbolag att ingå sådana avtal i egenskap av skyddssäljare? Blir ett försäkringsbolag sanktionerat i form av varning,

¹ SOU 1987:58

² Prop. 2002/03:139 s.1 (till lag 2004:297 om bank- och finansieringsrörelse)

³ Prop. 2002/03:139 s.157-158.

straffavgift eller indragning av tillstånd om det ingår typiska kreditderivatavtal vilkas syfte inte är att ersätta ekonomisk förlust eller skada som i försäkringsavtal?

En sådan fråga kan man försöka besvara med tolkning av samma lagbestämmelser som tolkats ovan. Den första analysen av lagbestämmelser i detta sammanhang avser FAL. Enligt den inledande bestämmelsen i FAL¹ tillämpas denna lag på individuell försäkring mot ekonomisk förlust genom sakskada, ersättningsskyldighet eller ren förmögenhetsskada. Om ett försäkringsbolag ingår ett kreditderivatavtal som inte avser ekonomisk förlust omfattas alltså inte detta avtal av FAL. Det finns ingen bestämmelse i FAL som föreskriver att försäkringsbolag endast får ingå sådana avtal som omfattas av FAL. Försäkringsbolag är alltså inte hindrade av FAL:s bestämmelser att ingå kreditderivatavtal vilkas syfte inte är att ersätta ekonomisk förlust eller skada.

Nästa fråga som måste ställas i detta sammanhang är frågan om försäkringsbolag får ingå sådana kreditderivatavtal med hänsyn till reglerna om försäkringsrörelse. Det framgår från analysen ovan att begreppet försäkringsrörelse är oklart och att det inte kan ligga till grund för ett klart svar på denna fråga. Utifrån HD:s resonemang i Volvos garantier fallet där HD accepterar att övriga aktörer får erbjuda försäkringsliknande tjänster, kan man ställa en liknande fråga fast i en omvänd riktning, nämligen om försäkringsbolag får erbjuda finansieringsliknande eller bankliknande tjänster. När det gäller finansieringstjänster kan man konstatera att försäkringsbolag får driva finansieringsrörelse utan tillstånd, vilket framgår av lagen om bank- och finansieringsrörelse.² Det är alltså fritt fram för försäkringsbolag att bl.a. lämna kredit, ställa garanti för kredit osv. och på detta sätt ingå avtal som inte är typiska försäkringsavtal. När det gäller frågan om försäkringsbolag får driva bankrörelse är svaret på denna fråga nekande. I lagstiftningen finns det fortfarande den skarpa avgränsningslinjen avseende tillstånd att driva bankrörelse och försäkringsrörelse som nämnts i inledningen till detta avsnitt.

Om försäkringsbolag får driva försäkringsrörelse och finansieringsrörelse men inte bankrörelse blir frågan i vilken av dessa rörelser man skall placera avtal om kreditderivatavtal. Denna fråga avser situationer när ett försäkringsbolag ingår ett sådant avtal i egenskap av skyddssäljare. Det finns inget säkert svar på denna fråga eftersom kreditderivatavtal är en hybrid av olika avtalselement och rättsliga figurer. Denna avtalstyp påminner om kreditförsäkring, garanti, vadhållning och kanske någon annan avtalstyp men man kan inte likställa den med någon av dessa avtalstyper. Eftersom kreditderivatavtal avser krediter är det naturligt att dessa avtal innehåller många rättsbegrepp som används inom kreditgivningsverksamhet dvs. många begrepp från internationella låneavtal. Denna omständighet ger emellertid inte grund för likställande av kreditderivatavtal med låneavtal. Man kan försöka med ett annat resonemang och betrakta kreditderivatverksamhet som ett slags sekundär kreditverksamhet. Denna sekundära kreditverksamhet bidrar till att kreditrisker sprids och att aktörer som sysslar med kreditgivning, alltså både banker, finansierings- och försäkringsbolag får bevilja nya krediter. En sådan primär kreditgivningsverksamhet och den sekundära kreditverksamheten i form av avtal om kreditderivat skulle då utgöra två komplement i kreditgivning generellt. Detta resonemang har sina svaga sidor eftersom riskspridning kan åstadkommas även genom andra avtalstyper som t.ex. kreditförsäkring, olika typer av s.k. participering där flera banker bildar syndikat eller deltar i andras kreditgivning på annat sätt. Kreditderivatavtal är inte unika i denna verksamhet utan utgör en av de avtalstyper som står dessa aktörer till förfogande i syfte att åstadkomma

¹ 1 § försäkringsavtalslag (2005:104)

² 2 kap. 3 § lag (2004:297) om bank- och finansieringsrörelse

kreditriskspridning. Om kreditgivningsverksamhet även innebär kreditriskspridning kan även försäkringsbolag driva en kreditderivatsverksamhet. Det är klart att kreditgivningsverksamhet i dagens läge måste få en bredare innebörd. Detta med hänsyn till så många komplicerade och tvingande regler om kapitaltäckning, soliditet osv. som styr bankernas och försäkringsbolagens verksamhet. Utifrån det perspektivet är det önskvärt att flera banker, finansierings- eller försäkringsbolag tar sådana risker genom olika former av riskspridning. En klassisk syn på en kredit där det finns en bank och en låntagare gäller inte längre i näringslivets relationer när det handlar om större lånebelopp. Dessa risker sprids på olika sätt och i detta perspektiv framstår avtal om kreditderivat som en del av dagens kreditgivningsverksamhet. Kreditriskhantering ingår i det bredare begreppet finansiell riskhantering som i dagens läge "...utgör en självklar del i bankens verksamhet...som ger banker ett existensberättigande."¹ En finansiell riskhantering anses i dagens läge utgöra en hel affärsverksamhet och det anses att bankens lönsamhet i allra högsta är grad beroende av dess förmåga att hantera risker av olika slag. Vissa risker kan elimineras helt och diversifiering av kreditportföljen är ett exempel på en sådan eliminering av diversifierbara risker.²

Avslutningsvis, kan man utifrån vad som sagts ovan, försöka ge ett svar på frågan som ställts inledningsvis, nämligen om ett försäkringsbolag som ingår ett kreditförsäkringsavtal i egenskap av skyddssäljare kan bli sanktionerat av Finansinspektionen därför att det drivit en rörelse som faller utanför försäkringsrörelse. Utifrån det som sagts ovan om försäkringsbolagens rätt att driva finansieringsverksamhet utan tillstånd, och med hänsyn till att denna verksamhet inkluderar kreditgivning kan man besvara denna fråga på så sätt att försäkringsbolag får ingå kreditderivatavtal även i egenskap av skyddssäljare. Sannolikheten att kreditderivatavtal uppfattas på så sätt att de faller utanför definitionen av finansieringsrörelse måste bedömas som liten.

Innebörden av begreppet bankrörelse är också intressant att analysera i detta sammanhang. Om ingående i kreditderivatavtal klassificeras som bankrörelse skulle ett försäkringsbolag, som agerat i egenskap av skyddssäljare, bli sanktionerat av Finansinspektionen. Anledningen till denna sanktionering är att försäkringsbolag inte får driva bankrörelse utan tillstånd. Till skillnad från försäkringsrörelse är bankrörelse definierad i lagen så att den omfattar betalningsförmedling via generella banksystem och mottagande av medel som efter uppsägning är tillgängliga för fordringsägaren inom högst 30 dagar.³ Betalningsförmedling och mottagande av medel har ingenting gemensamt med avtal om kreditderivat och det är lätt att konstatera att kreditderivatverksamhet bedriven av ett försäkringsbolag inte skulle kunna klassificeras som bankrörelse. Denna slutsats ger grund till en annan slutsats, nämligen att ett försäkringsbolag inte skulle kunna bli sanktionerat av Finansinspektionen för att det drivit bankrörelse utan tillstånd genom ingående i kreditderivatavtal.

2.8 Frågan om civilrättslig ogiltighet av vissa kreditderivatavtal

Analysen av kreditderivatavtal i förhållande till försäkringsrörelse och finansieringsrörelse som gjorts ovan har inte uteslutit möjlighet att Finansinspektionen ingriper mot en bank som i egenskap av skyddssäljare ingår ett kreditderivatavtal som liknar kreditförsäkringsavtal. Även om risken för att sådana avtalsingåenden tolkas som försäkringsrörelse bedömts som liten, är det viktigt att analysera civilrättsliga påföljder som kan följa av en sådan hypotetisk situation.

¹ Prop. 2002/03:139 s.170.

² Prop. 2002/03:139 s.170-171.

³ 1 kap. 3§ st.1 p.1 och 2 lag (2004:297) om bank- och finansieringsrörelse

Med detta menas eventuell ogiltighet av sådana avtal om kreditderivat därför att de strider mot gällande lagstiftning.

Inledningsvis bör man konstatera att det inte finns någon lagstiftning som förbjuder banker att i egenskap av skyddssäljare ingå kreditförsäkringsliknande avtal om kreditderivat eller lagstiftning som förbjuder försäkringsbolag att i samma egenskap ingå avtal om kreditderivat som inte innehåller några typiska försäkringsavtalselement. Av den anledningen strider inte sådana avtal mot några tvingande regler utan den ogiltighet som skall undersökas nedan avser civilrättsliga effekter av hypotetiska situationer där en aktör blivit sanktionerad av Finansinspektionen för brott mot försäkringsrörelselagen eller bank- och finansieringsrörelselagen. I sådana situationer har parter som ingått sådana avtal i egenskap av skyddsköpare och skyddssäljare agerat under uppfattningen att avtalen om kreditderivat varit giltiga. Hur påverkas då sådana avtal av en eventuell sanktion av förvaltningsrättslig karaktär som beslutats mot en av avtalsparterna?

I svensk litteratur hittar man en indelning av ogiltighetsbegreppet i nullitet och angriplighet.¹ Kortfattat kan det som kännetecknar nullitet sammanfattas på så sätt att nulliteten är absolut, att den beaktas ex officio, att den kan göras gällande av envar och att den är definitiv och ohjälplig.² Till dessa element kan läggas även en uppfattning att nulliteten innebär att ogiltighet kan göras gällande även mot part som ingått avtal i god tro.³ Nulliteten innebär att ett sådant avtal inte är bindande, alltså utan rättsliga effekter och att det kan frånträdas av båda parter.⁴

Angripligheten kännetecknas av att rättshandlingen måste angripas av en avtalspart eller annan intressent, att felet kan avhjälpas genom passivitet eller ratihabition, samt att den inte kan göras gällande mot part i god tro.⁵ Nullitet kallas också för stark ogiltighetsgrund medan angriplighet kallas för svag ogiltighetsgrund. Angriplighet dvs. svaga ogiltighetsgrunder har kommenterats på så sätt att ett uteblivet angrepp mot en angriplig rättshandling botar felet och ”rättshandlingen mycket väl räknas som giltig tills den angripes.”⁶

Skillnaden mellan nullitet och angriplighet som ogiltighetsgrunder är inte alltid klar och samma ogiltighetsgrund kan i vissa fall tolkas som nullitet och i andra fall som angriplighet. Enligt en uppfattning beror varje typ av ogiltighet av parts eller rättsägares intresse av att åberopa ogiltigheten. I de fall där parterna är överens om att den ogiltiga rättshandlingen skall betraktas som giltig dem emellan, blir rättsverkningarna i stort sett desamma parterna emellan som om avtalet vore giltigt så länge ogiltigheten inte har aktualiserats.⁷ Av den anledningen anses det att endast begreppet ogiltighet skall användas.⁸

Grunder för ogiltighet av ett avtal kan vara brist i avtalsrekvisiten,⁹ särskilda förhållanden vid avtalets tillkomst,¹ och avtalets innehåll som strider mot lag eller goda seder.² Av dessa tre

¹ H. Karlgren, Ett gammalt tvisteämne: Nullitet och angriplighet, Festskrift till Henry Ussing, Köpenhamn, 1951 s. 247 ff.

² S. Bergström, Ogiltighet ur civilrättslig och skatterättslig synvinkel, Stockholm, 1984, s.22.

³ A. Adlercreutz, Avtal – Lärobok i allmän avtalsrätt, 11 uppl., Stockholm, 2000, s. 60.

⁴ H. Karlgren, s.248; K. Grönfors, Avtalslagen, 2 uppl., Stockholm, 1989, s.138; L. Vahlén, Avtal och tolkning, Stockholm, 1960, s.79 ff.

⁵ S. Bergström, s.22.

⁶ A. Adlercreutz, Avtal – Lärobok i allmän avtalsrätt, 11 uppl., Stockholm, 2000, s. 60.

⁷ S. Bergström, s.38.

⁸ S. Bergström, s.39.

⁹ B. Lehrberg, Avtalsrättens grundelement, Uppsala, 2004, s. 149 ff; A. Adlercreutz, Avtal – Lärobok i allmän

ogiltighetsgrunder skall endast den tredje grunden analyseras i detta avsnitt. Analysens syfte är som sagt att i en hypotetisk situation, där en bank eller ett försäkringsbolag blivit sanktionerat av Finansinspektionen, utreda om ett sådant beslut påverkar giltigheten av avtal ingångna av dessa aktörer.

Den första hypotetiska situationen i denna analys är Finansinspektionens ingripande mot en bank som i egenskap av skyddssäljare ingår ett kreditderivatavtal som liknar kreditförsäkringsavtal. Det har redan förklarats att denna likhet består i de faktiska omständigheterna att en skyddsköpare ägt det underliggande instrumentet vid avtalsingåendet med banken i fråga och att skyddsköparen behållit det underliggande instrumentet under hela avtalstiden. Om Finansinspektionen finner att banken i fråga driver försäkringsrörelse genom ingående av sådana avtal skall Finansinspektionen förelägga banken att inom viss tid ansöka om koncession eller vidta de ändringar i verksamheten som inspektionen anger eller också upphöra med verksamheten.³ Det är klart att en bank inte kan få koncession för försäkringsrörelse och det som återstår för Finansinspektionen att göra är att förelägga banken i fråga att upphöra med denna verksamhet, dvs. med ingående av sådana kreditförsäkringsliknande kreditderivatavtal. Banken i fråga måste rätta sig efter ett sådant föreläggande och upphöra med ingående av sådana avtal, vilket innebär att den inte skall ingå nya sådana kreditförsäkringsliknande kreditderivatavtal. Detta gäller för framtiden. Vad händer med de redan ingångna avtalen? Finansinspektionen får endast ingripa mot banken i fråga inte mot bankens avtal. Strider dessa avtal mot försäkringsrörelselagen? Det är svårt att komma till en sådan slutsats eftersom både banken och dess motparter ingick dessa kreditderivatavtal i god tro och med uppfattningen att avtalen i fråga inte varit försäkringsavtal. Om en lag inte förbjuder ingående av vissa avtal och inte förklarar dem ogiltiga saknas i så fall en klar grund för slutsatsen att sådana avtal är ogiltiga. Hur skall en eventuell ogiltighet av sådana avtal bedömas om lagen inte föreskriver någonting om detta?

Det finns ett rättsfall⁴ som skulle kunna ge vägledning. I rättsfallet hade ett danskregistrerat bolag utfört ett ombyggnadsarbete för ett svenskt bolag. Beställaren vägrade betala det danska bolaget för det utförda arbetet. Anledningen till betalningsvägran var att styrelseledamot och verkställande direktör i det danska bolaget var en svensk person som ålagts näringsförbud i fem år. Näringsförbudet var i kraft under tiden arbetet utfördes för uppdragsgivarens räkning. Det danska bolaget stämde det svenska bolaget och krävde betalning av det avtalade beloppet samt argumenterade att även om en rättshandling är lagstridig eller t.o.m. straffsanktionerad behöver det inte vara civilrättsligt ogiltigt. Det svenska bolaget yrkade avvisning av talan eftersom domstolen inte får ta befattning med ett uppenbart lagstridigt avtal. HD beslutade att målet skulle tas upp till handläggning med följande kommentar: ”I svensk lagstiftning saknas, i motsats till vad som är fallet i många andra länder, allmänna bestämmelser om att rättshandlingar som strider mot lag eller gode seder är ogiltiga. Ogiltigheten kan i stället följa av allmänna rättsgrundsatser. Huruvida ett avtal som strider mot lag är ogiltigt, trots att detta inte angivits i lagen, beror på om den lagregel som överträtts bygger på sådana hänsyn som gör att en ogiltighetspåföljd är påkallad. Detta får avgöras i varje uppkommande typfall, efter en analys av syftet med lagregeln, behovet av en ogiltighetspåföljd för att sanktionera den och de olika konsekvenser som en sådan påföljd kan medföra, t.ex. för godtroende

avtalsrätt, 11 uppl., Stockholm, 2000, s.58.

¹ B. Lehrberg, Avtalsrättens grundelement, s.153 ff.

² B. Lehrberg, Avtalsrättens grundelement, s.161 ff.

³ 19 kap. 12 § st.2 försäkringsrörelselag

⁴ NJA 1997 s. 93

medkontrahenter. I de fall där ogiltigheten motiveras av ett allmänt intresse skall den beaktas ex officio.”

Rättsfallet som citerats ovan är det senaste rättsfallet som behandlat frågan om en lagstridig rätthandling samtidigt är civilrättsligt ogiltig. I tre tidigare rättsfall har HD intagit en liknande ställning¹ medan i ett rättsfall från 1953 betraktades ett lagstridigt avtal av HD som en ogiltig rättshandling.² På senare tid kom två nya rättsfall som behandlade frågan om giltighet av entreprenadavtal där betalning inte skulle deklareras till skattemyndighet.³ I det första rättsfallet från år 2002 uttalade HD bl.a. att det inte är möjligt för enskilda att med bindande verkan träffa avtal om hur det ekonomiska resultatet av ett avtal som de ingår skall deklareras till skattemyndigheten. Parternas överenskommelse om en ”svart” betalning hindrade inte entreprenören från att deklarera på ett riktigt sätt för sina inkomster från entreprenaden. Avtalet betraktades alltså som giltigt. I det andra rättsfallet från år 2004 behandlades också ett avtal som innehöll parternas överenskommelse om en ”svart” betalning till en entreprenör. Beställaren ändrade sig och krävde kvitto för utfört arbete vilket innebar att entreprenören blev skyldig att korrekt deklarera sina inkomster. Entreprenören krävde då ett högre pris för det utförda arbetet och HD fastställde att entreprenören var berättigad att påfordra betalning för arbetet med högre skäligt belopp. Även detta avtal betraktades alltså som giltigt.

Utifrån de tre principer som fastställts i rättsfallet NJA 1997 s. 93 som citerats ovan kan man analysera den hypotetiska situation där en bank som ingått ett kreditförsäkringsliknande kreditderivatavtal blivit sanktionerad av Finansinspektionen. Frågan är alltså om bankens kreditderivatavtal som ingicks före Finansinspektionens beslut blir ogiltiga?

Det första elementet som skall analyseras i detta sammanhang är ”syftet med lagregeln”. Med lagregeln avses i detta fall bestämmelsen i 19 kap. 12 §, 2 st. försäkringsrörelselagen som föreskriver följande: ”Om Finansinspektionen finner att någon driver försäkringsrörelse utan föreskriven koncession, skall inspektionen förelägga denne att inom viss tid ansöka om koncession eller vidta de ändringar i verksamheten som inspektionen anger eller också upphöra med verksamheten.” Syftet med denna lagregel kan uppfattas på så sätt att verksamheten i fråga först skall ges en chans att fortsätta genom inlämnande av ansökan om koncession eller ändringar i verksamheten och först om detta misslyckas skall verksamheten upphöra. Detta innebär att lagen tolererar att verksamheten fortsätter under den tid som fastställs av Finansinspektionen för inlämnande av ansökan och eventuellt under viss handläggningstid. Lagens inställning till en försäkringsverksamhet som drivits utan koncession verkar inte vara så strikt i den mening att allt som redan gjorts inom denna verksamhet måste vara ogiltigt. Med detta menas i första hand de ingångna avtalen med olika motparter. Dessutom måste man vid tolkning av denna bestämmelse ta hänsyn till uttalanden som lämnats i förarbetena om att begreppet försäkringsrörelse inte är definierat i denna lag och att det har överlämnats till rättstillämpningen att med ledning av ”allmänt språkbruk och allmänna uppfattning avgöra vad som förstås med att driva försäkringsrörelse”. Lagstiftaren var uppenbarligen medveten om de oklarheter som lagen innehåller och känsligheten av en sådan rättstillämpning där det saknas källor och myndigheter eller domstolar skulle grunda sina uppfattningar på den väldigt osäkra formuleringen ”språkbruk och allmän uppfattning”. Bestämmelsen i 19 kap. 12 §, st.2 försäkringsrörelselagen kan tolkas också i samband med kap. 21 i samma lag som innehåller bestämmelser om straff och vite för ansvariga personer som bryter mot denna lag. Det är intressant att konstatera att det inte finns något straff eller

¹ NJA 1992 s. 299; NJA 1989 s. 768; NJA 1924 s. 75

² NJA 1953 s. 99

³ NJA 2002 s. 322 och NJA 2004 s. 682

vite föreskrivet i samband med lagöverträdelser som består att driva försäkringsrörelse utan koncession. Det kan också tolkas som lagstiftarens uppfattning att denna överträdelse inte är så allvarlig som vissa andra överträdelser av denna lag. Även denna omständighet tyder på att ogiltighet av de redan ingångna avtalen inte var tänkt som en civilrättslig påföljd. Med hänsyn till de omständigheter som analyserats ovan kan en allmän domstol finna att de avtal, som ingåtts före Finansinspektionens beslut om upphörande av försäkringsverksamheten, är giltiga och bindande.

Nästa element från rättsfallet NJA 1997 s. 93 som är tillämpligt på bedömningen av giltigheten av de redan ingångna avtalen är ”behovet av en ogiltighetspåföljd”. Det verkar vara så att detta behov måste bedömas utifrån faktiska omständigheter, t.ex. behovet av skydd för motparter till den part som blivit sanktionerad. Det kan i vissa fall hända att Finansinspektionens beslut om upphörande av försäkringsverksamhet som drivits utan koncession kan hårt drabba den part som drivit denna verksamhet. Detta skulle kunna resultera i att den parten hamnar i finansiella svårigheter och inte kan fullgöra sina förpliktelser från de redan ingångna avtalen. I så fall vore det rimligt att möjliggöra för motparterna till en sådan aktör att genom en ogiltighetsförklaring få slut på sådana avtalsrelationer. Detta under förutsättning att det blir svårt för motparterna att få slut på avtalet genom avtalshävning med åberopande av allmänna avtalsrättsgrunder. Ogiltighetsförklaringen blir i så fall ett enklare sätt att skydda dessa motparter och eventuellt att få restitution av det som presterats under avtalet. Om däremot den part som blivit sanktionerad av Finansinspektionen inte drabbats av finansiella svårigheter och står för sina åtaganden enligt de redan ingångna avtalen finns det inte behov av ogiltighetsförklaring av sådana avtal. När det gäller kreditderivatavtal är en sådan situation tänkbar eftersom det skulle vara mycket ovanligt att en bank som agerar på den internationella finansmarknaden vägrar att fullgöra sina åtaganden.

I detta sammanhang kan man också bedöma det tredje elementet från NJA 1997 s. 93, nämligen ogiltighetens påföljder för motpart som agerat i god tro. I detta hypotetiska exempel antar vi att båda parterna, alltså en bank och bankens motparter, agerat i god tro och uppfattat sina kreditderivatavtal som någonting annat än kreditförsäkringsavtal. Ett senare Finansinspektions beslut om sanktionering av banken i fråga borde inte påverka parternas ursprungliga förhållanden som utformats när det inte funnits något känt rättsligt hinder för ett sådant avtalsingående. Under sådana omständigheter borde inte motparten drabbas av någon förlust eller risk för förlust på grund av Finansinspektionens beslut. Av den anledningen finns det inget behov av att ogiltigförklara ett sådant kreditderivatavtal som på grund av vissa likheter med kreditförsäkringsavtal uppfattats av Finansinspektionen som en försäkringsrörelseverksamhet.

Avslutningsvis kan man, med stöd av riktlinjer som fastställts av HD i NJA 1997 s. 93 och med stöd av övriga bestämmelser i försäkringsrörelselagen, komma till slutsatsen att en sanktionering av en aktör som drivit försäkringsrörelse utan koncession genom ingående av kreditderivatavtal som är kreditförsäkringsliknande inte nödvändigtvis bör resultera i ogiltighet av kreditderivatavtal som är ingångna i tiden före sanktioneringen.

Den andra hypotetiska fråga som kan ställas avseende ogiltighet av kreditderivatavtal gäller en situation där ett försäkringsbolag som ingår ett kreditderivatavtal i egenskap av skyddssäljare blir sanktionerat av Finansinspektionen därför att det drivit en rörelse för vilket det saknat tillstånd. Denna situation har redan analyserats i den föregående avdelningen och det har konstaterats att bankrörelse omfattar sådana verksamheter som inte har någonting

gemensamt med avtal om kreditderivat. Av den anledningen är det inte troligt att ett försäkringsbolag kan bli sanktionerat på dessa grunder. Om en sådan sanktion inte är tillämplig blir frågan om avtalens eventuella ogiltighet inte aktuell.

2.9 Slutsats – kreditderivat i förhållande till försäkrings-, bank- och finansieringsrörelse

Avtal om kreditderivat, som alltså inte är försäkringsavtal, är sådana avtal där olika aktörer överför sina kreditrisker mot betalning. Analysen ovan visar att det inte finns några oklarheter avseende ingående i kreditderivattransaktioner i egenskap av skyddsköpare och att alla tänkbara aktörer som behöver ett sådant skydd får ingå sådana avtal. Analysen ovan visar också att, enligt svensk rätt, får banker, finansieringsbolag och försäkringsbolag ingå kreditderivatavtal i egenskap av skyddssäljare. Denna slutsats grundas på analys av lagstiftning som reglerar försäkrings-, bank- och finansieringsrörelse, förarbeten till denna lagstiftning och rättspraxis.

Analysen ovan utesluter inte möjligheten att enstaka kreditderivatavtal där skyddsköparen ägt det underliggande instrumentet, dvs. agerat i egenskap av fordringsägare till den underliggande enheten, både vid avtalsingåendet och under hela avtalstiden, bedöms som kreditförsäkringsavtal. Detta kan eventuellt resultera i sanktionering av en aktör som i ett sådant avtal agerat i egenskap av skyddssäljare och som saknat tillstånd att driva försäkringsrörelse. Det är också möjligt att en sådan aktör inte sanktioneras i denna situation, om en sådan kreditförsäkringsverksamhet uppfattas som ett slags biverksamhet till aktörens huvudverksamhet.

Enligt den princip som fastställts i svensk rätt behöver ett lagstridigt agerande av en avtalspart inte alltid resultera i avtalets ogiltighet. De rättsfall som analyserats i samband med denna fråga ger belägg för slutsatsen att kreditderivatavtal som klassificerats som kreditförsäkringsavtal, där skyddssäljaren saknat tillstånd att driva försäkringsrörelse och blivit sanktionerad, inte nödvändigtvis är civilrättsligt ogiltiga.

2.10 Element som kännetecknar försäkringsavtal i engelsk rätt

Inledningsvis är det viktigt att konstatera att det inte finns lagstiftning med allmänna regler om försäkringsavtal i engelsk rätt. Det finns däremot lagstiftning som reglerar vissa typer av försäkringsavtal som t.ex. Life Assurance Act 1774 och Marine Insurance Act 1906. De allmänna reglerna om försäkringsavtal hittar man i engelsk rättspraxis dvs. i *common law*. *Common laws* regler om försäkringsavtal är många och omfattande eftersom olika typer av försäkringsavtal har tillämpats i engelsk rätt sedan länge.

Det finns inte en klar definition av försäkringsavtal i engelsk rätt men engelsk rättspraxis har formulerat några element som kännetecknar ett försäkringsavtal. Dessa element har fastställts i ett rättsfall från 1904¹. De väsentliga element som detta rättsfall fastställer är att en

¹ Prudential Insurance Company v. Inland Revenue Commissioners [1904] 2 K.B. 658, kommenterat av J. Jakeways, *The legal nature of Credit Derivatives*, publicerad i *Credit Derivatives Law, Regulation and Accounting Issues*, Redaktör A. Hudson, London 1999, s. 50; S. James, *The Law of Derivatives*, London 1999, s. 32 och J. Chitty, *Chitty on Contracts*, 28 uppl., London, 1999 para 41-001, med följande citat: "...what you do insure is that a sum of money shall be paid on the happening of a certain event... It must be a contract whereby for some consideration, usually but not necessarily for periodical payments called premiums, you secure to yourself some benefit, usually but not necessarily the payment of a sum of money upon the happening of some event... that event should be one which involves some amount of uncertainty... whether the event will happen or not, or... as to the time at which it will happen. A contract which would otherwise be a mere wager

avtalspart, försäkringsgivaren, förbinder sig att betala ett belopp till motparten eller förse motparten med en förmån. Motparten, försäkringstagaren, betalar till försäkringsgivaren en *consideration* som ofta är i form av periodiska premiebetalningar. Försäkringsgivarens utbetalning av beloppet till försäkringstagaren beror på inträffande av en eller flera specificerade händelser i vilka försäkringstagaren har ett intresse och vilka står utanför parternas kontroll. Om ett försäkringsavtal skrivs i ett dokument kallas detta dokument för policy.¹

De flesta försäkringsavtal i engelsk rätt är sådana avtal där försäkringsgivaren förbinder sig att ersätta en skada eller förlust till försäkringstagaren. Denna skada eller förlust uppkommer i samband med en oviss händelse som definieras i försäkringsavtalet². Ändå är det möjligt att vissa försäkringsavtal inte avser en skada eller förlust. Sådana typer av försäkringsavtal är t.ex. livförsäkring,³ sjukförsäkring⁴ och liknande. I sådana fall betalar försäkringsgivaren ett i förväg bestämt belopp till försäkringstagaren men ersätter inte en skada.

Ett avtal som avser skadestånd anses vara ett försäkringsavtal även om skadeståndsvärdet är bestämt i förväg.⁵ Detta värde eller belopp anses vara skadeståndsvärdet i det konkreta fallet även om det inte motsvarar det riktiga skadeståndsvärdet.⁶ Om en försäkringstagare kräver betalning av ett i förväg bestämt belopp som är större än det riktiga skadeståndsvärdet kan försäkringsgivaren undvika betalning av detta belopp endast om denna skillnad är så stor att avtalet i själva verket blir ett avtal om vadslagning.⁷ Försäkringsgivaren kan också undvika betalning i en identisk situation om försäkringstagaren haft kännedom om denna skillnad men underlåtit att informera försäkringsgivaren om denna omständighet.⁸

Ett villkor för att ett försäkringsavtal i engelsk rätt skall komma till stånd är att försäkringstagaren har ett försäkringsbart intresse av att ingå försäkringsavtalet. Detta intresse får inte vara ett intresse av att erhålla ett penningbelopp från försäkringsgivaren. Att försäkringstagaren saknar ett försäkringsbart intresse innebär att han inte kan lida någon skada vid inträffande av försäkringsfallet. Detta skulle ge försäkringsgivaren rätt att vägra betalning enligt försäkringsavtalet.⁹ Det försäkringsbara intresset gäller som villkor för samtliga försäkringsavtal, även sådana som egentligen inte utgör skadeståndsavtal som t.ex. livförsäkring och sådana avtal där skadeståndsvärdet är bestämt i förväg.

Om ett försäkringsavtal ingåtts utan att försäkringstagaren haft ett försäkringsbart intresse eller utan att ett sådant intresse kan förväntas uppkomma efteråt, är avtalet ogiltigt (*void*) eftersom det strider mot regler om vadhållning och spel.¹⁰

may become an insurance by reason of the assured having an interest in the subject-matter – that is to say, the uncertain event...must be an event which is prima facie adverse to the interest of the assured.”

¹ J. Chitty, para 41-001.

² *Castellain v. Preston* [1883] 11 Q.B.D. 380; *Leppard Excess Insurance Co.Ltd* [1979] 2 Lloyd’s Rep. 91, 95.

³ *Dalby v. India and London Life* [1854] 15 C.B. 365; *Law v. London Indisputable Life Policy Co.* [1855] 1 K.&J.223; *Gould v. Curtis* [1913] 3 K.B. 85, 95.

⁴ J. Jakeways, s. 54.

⁵ *Goole Steam Towing Co. v. Ocean Marine* [1928] 1 K.B. 589, 594.

⁶ *Elcock v. Thomson* [1949] 2 K.B. 755.

⁷ *Lewis v. Rucker* [1761] 2 Burr 1167, 1171.

⁸ *Thames & Marsey Marine v. Gunford* [1911] A.C. 529; *Hoff v. De Rougemont* [1929] 34 Com.Cas 291.

⁹ *Anderson v. Morice* [1876] 1 App. Cas 713; *Macaura v. Northern Assurance* [1925] A.C. 619; *Rogerson v. Scottish Automobile and General* [1930] 47 T.L.R. 46,47.

¹⁰ J. Chitty, para 41-003.

Det finns inte en allmänt accepterad definition av begreppet försäkringsbart intresse i engelsk rätt och antagligen är det omöjligt att omfatta samtliga möjliga försäkringsbara intressen med en sådan definition.¹ För en del försäkringsavtal kan man beskriva det försäkringsbara intresset som en förutsägbar finansiell förlust för en person vid inträffande av en händelse så att denna person vill ha försäkring mot denna förlust.² Denna beskrivning är däremot inte tillämplig i fall av t.ex. livförsäkring. I detta fall är det klart att en person har ett försäkringsbart intresse i sitt eget liv men den personen lider ingen finansiell förlust i fall när den dör på grund av t.ex. olyckshändelse.³ Ett försäkringsbart intresse måste alltså bedömas på grund av det skydd som försäkringstagaren får genom ett försäkringsavtal och den skada eller förlust som han vill försäkra sig mot. Ett försäkringsfall måste avse antingen försäkringstagarens ansvar enligt lagen eller en viss rättighet för vilken försäkringstagaren kan få rättsskydd i en domstolsprocess.⁴ Av den anledningen kan inte en person som lidit t.ex. en finansiell förlust utan att den personen blivit skyldig att betala något enligt lagen, försäkra ett sådant intresse genom ett försäkringsavtal. En person har inte ett försäkringsbart intresse i en annans egendom i vilken han hoppas att han skall få någon rättighet.⁵ En borgenär har inte ett försäkringsbart intresse i gäldenärens egendom i vilken borgenären inte har panträtt eller liknande rättighet.⁶ Det är däremot möjligt för en borgenär att försäkra sig mot gäldenärens insolvens som orsakats av att gäldenären förlorat sin egendom.⁷

Det finns tre typer av försäkringsbara intressen som alltid är lätta att fastställa. Den första typen är förmögenhetsförsäkring och intresse som en person har i egendom. Med detta menas äganderätt, besittningsrätt och andra rättigheter som en person kan ha i egendom enligt det engelska rättssystemet. Den andra typen av försäkringsbart intresse är ansvarsförsäkring och intresse som en person har i att försäkra sig mot ansvar. Med detta menas ansvaret enligt lag, avtal, utomkontraktuellt ansvar eller plikt. Den tredje typen av försäkringsbart intresse är livförsäkring och intresse som en person har av att ingå ett sådant avtal. Med detta menas att en person har ett försäkringsbart intresse att försäkra sitt eget liv, sina anställdas liv, vissa familjemedlemmars liv, sina affärspartners liv, sin gäldenärs liv osv.⁸

Det är möjligt att flera personer har försäkringsbara intressen och att endast en av dem vill försäkra dem. En sådan försäkring anses vara tillåten enligt engelsk rätt.⁹ En fraktare som har retentionsrätt till godset i transport har ett försäkringsbart intresse i att försäkra godset¹⁰ och samma intresse har andra personer som förfogar över andras egendom på ett lagligt sätt.

Det är inte nödvändigt att inkludera bestämmelser om försäkringstagarens försäkringsbara intresse i ett försäkringsavtal vid avtalsingåendet.¹¹ I vissa fall är det möjligt att det krävs att denna bestämmelse inkluderas i avtalet, särskilt i fall där försäkringstagaren vill försäkra bortfallen vinst eller vissa indirekta förluster.¹²

¹ J. Chitty, para 41-004.

² Stockdale v. Dunlop [1840] 6 M. & W. 224.

³ cf. Gould v. Curtis [1913] 3 K.B. 84.

⁴ Stockdale v. Dunlop [1840] 6 M. & W. 224.

⁵ Buchanan v. Faber [1899] 4 Com.Cas; Cook v. Field [1850] 15 Q.B. 460.

⁶ Wolf v. Horncastle [1798] 1 B.&P. 316,323; Moran Galloway v. Uzielli [1905] 2 K.B. 555, 562, 563.

⁷ Waterkeyn v. Eagle Star [1920] 5 Ll.L.Rep. 42,43.

⁸ J. Chitty, para 41-006

⁹ Castellain v. Preston [1883] 11 Q.B.D. 380, 398.

¹⁰ Tomlison [Hauliers] Ltd. v. Hepburn [1966] A.C. 451.

¹¹ Mackenzie v. Whitworth [1875] L.R. 10 Ex. 142 148; Crowley v. Cohen [1832] 3 B.& Ad. 478, 485; Inglis v. Stock [1855] 10 App.Cas. 263, 270, 274.

¹² J. Chitty, para 41-006.

Försäkringsavtal tolkas i engelsk rätt så att en försäkring endast täcker en verklig förlust eller skada. En hypotetisk skada eller förlust täcks alltså inte av ett försäkringsavtal.¹ En bortfallen profit² eller indirekta skador som t.ex. en bortfallen hyra i fall när ett hus brunnit ner,³ en bortfallen inkomst efter en olyckshändelse,⁴ eller värdeminskning av oskadade varor i samband med skador på andra varor⁵ ersätts inte om inte dessa skador är särskilt stipulerade i ett försäkringsavtal. Tolkningen av begreppet förlust är alltså inte så bred i engelsk rätt som man kanske antar.⁶

Det är viktigt att uppmärksamma försäkringsbart intresse och ersättning av en verklig skada eller förlust som två viktiga element i försäkringsavtal i engelsk rätt eftersom dessa element har betydelse för en analys om samband mellan försäkringsavtal och avtal om kreditderivat.

2.11 Likheter och skillnader mellan kreditförsäkring och kreditderivat

Utifrån den korta analysen av försäkringsavtal i engelsk rätt ovan och analysen av de element som kännetecknar försäkringsavtal i svensk rätt kan man konstatera att försäkringsavtal i både svensk och engelsk rätt innehåller två väsentliga avtalselement. Dessa element är försäkringsbart intresse som en försäkringstagare måste ha vid ingående i ett försäkringsavtal och förlust eller skada som en försäkringstagare måste lida för att erhålla ersättning från försäkringsgivaren.

Element som kännetecknar försäkringsavtal i engelsk rätt ger anledning till en liknande jämförelse mellan kreditförsäkringsavtal och kreditderivatavtal som gjorts ovan i samband med svensk rätt. Man kan även i detta fall konstatera att en *Credit Event* i kreditderivatavtal liknar en oviss händelse i ett försäkringsavtal. Eftersom båda dessa händelser utlöser betalningsförpliktelser från skyddssäljarens eller försäkringsgivarens sida får man intrycket att det egentligen handlar om två likadana avtalsmekanismer. Om skyddsköparen i ett avtal om kreditderivat äger det underliggande instrumentet vid avtalsingåendet och under hela avtalstiden, vilket händer i många fall, blir det svårt att se någon skillnad mellan detta avtal och ett kreditförsäkringsavtal.

Det är viktigt att även i denna jämförelse betona att ägandet av det underliggande instrumentet inte är ett obligatoriskt element för ett avtal om kreditderivat. Avtal om kreditderivat som används i den internationella finansvärlden är i många fall sådana avtal där en skyddsköpare inte äger det underliggande instrumentet vid avtalsingåendet. I fall när en *Credit Event* inträffar och skyddssäljaren utbetalar ett belopp till skyddsköparen erhåller skyddsköparen detta belopp utan att han varit ägare till det underliggande instrumentet. Detta gäller oavsett vilken uppgörelsemetod avtalsparterna har avtalat om. I fall av *Cash Settlement* är det inte alls tänkt att parterna i kreditderivatavtalet någonsin överlåter det underliggande instrumentet vilket gör ägandet av det underliggande instrumentet helt irrelevant. I fall av *Physical Settlement* får skyddsköparen antingen äga det underliggande instrumentet någon gång under avtalstiden eller köpa det först när han blir skyldig att överlåta instrumentet på skyddssäljaren.

¹ Royal Boskalis Westminster NV v. Mountain [1997] 1 Lloyd's Rep 633.

² Maurice v. Goldsborough Mort [1939] A.C. 452, 461.

³ Re Wright and Pole [1834] 1 A.&E. 621; Menzies v. North British [1847] 9 D.(Ct. Of SeSS) 694; Theobald v. Railway Passengers [1854] 10 Exch. 45; Westminster Fire v. Glasgow Provident [1888] 13 App.Cas. 699.

⁴ Theobald v. Railway Passengers [1854] 10 Exch. 45.

⁵ Cator v. Great Western [1873] L.R. 8 C.P. 552.

⁶ J. Chitty, para 41-024.

När det gäller övriga likheter och skillnader mellan kreditderivatavtal och försäkringsavtal hänvisas till den analys som gjorts ovan i samband med svensk rätt. Det handlar om samma likheter och skillnader vilka inte skall upprepas i denna avdelning.

2.12 Bedömningar av kreditderivat enligt regler om försäkringsrörelse och försäkringsavtal i engelsk rätt

Frågan om skillnader och likheter mellan avtal om kreditderivat och försäkringsavtal diskuterades i perioden mellan 1995 och 2000 i doktrinen och av praktiserande jurister. Som sagt har inget rättsfall kommit till engelsk domstol och det finns ingen rättspraxis som rättskälla avseende denna fråga. Denna omständighet skapar fortfarande en viss osäkerhet i denna fråga trots att kreditderivat fått en så stor användning just på Londonmarknaden.

Förutom element som kännetecknar försäkringsavtal enligt *common law*, som analyserats ovan, analyserades begreppet försäkringsrörelse för att se om kreditderivatverksamhet omfattas av detta begrepp. Försäkringsverksamhet hos försäkringsbolag var före år 2000 reglerad i engelsk rätt genom *Insurance Companies Act 1982*. Denna lag ersattes av *Financial Services and Markets Act 2000* som tagit över samma bestämmelser som funnits i *Insurance Companies Act 1982* när det gäller regler om försäkringsrörelse. Lagtexten innehåller ingen definition av försäkringsavtal men den innehåller en uppräkningslista av vad som anses vara försäkringsrörelse. I *Schedule 2* till *Insurance Companies Act 1982*, som alltså tagits över i den nya lagen, hittar man vissa bestämmelser vilkas formuleringar verkar vara väldigt lika avtal om kreditderivat. *Class 14* i *Schedule 2* till *Insurance Companies Act 1982* föreskriver att "*insurance business*" bl.a. är: "*effecting and carrying out contracts of insurance against risks of loss...arising from the insolvency of debtors of theirs or from the failure...of debtors of theirs to pay their debts when due.*"¹

Denna formulering omfattar ett kreditderivatavtal där en skyddsköpare ägt ett underliggande instrument vid avtalsingåendet och under hela avtalstiden. Eftersom formuleringen i *Class 14* täcker en möjlig situation i ett avtal om kreditderivat skulle man kunna påstå att detta avtal egentligen är ett försäkringsavtal. Å andra sidan täcker formuleringen i *Class 14* inte situationer där en skyddsköpare inte äger ett det underliggande instrumentet.²

Class 15 av *Schedule 2* till *Insurance Companies Act* föreskriver att försäkringsrörelse också är "*suretyship*" vilket är: "*effecting and carrying out various bonds and similar contracts of guarantee.*"³ Denna bestämmelse har kommenterats så att i sådana fall där ett avtal om kreditderivat dokumenteras i form av en garanti, skulle en sådan transaktion kunna vara ett försäkringsavtal. I praktiken brukar emellertid avtal om kreditderivat sällan dokumenteras i form av en garanti vilket gör att *Class 15* sällan blir tillämplig i samband med avtal om kreditderivat.⁴ Relationen mellan ett avtal om kreditderivat och avtal om garanti analyseras senare i denna avhandling.

Class 16 i *Schedule 2* till *Insurance Companies Act 1982* avser "*miscellaneous financial loss*" och föreskriver att "*insurance business*" också är: "*effecting and carrying out contracts of insurance against any of the following risks namely:*

¹ Citerad av J. Jakeways s. 52 och S. James, s. 30.

² J. Jakeways, s. 52.

³ Citerad av J. Jakeways, s. 52.

⁴ J. Jakeways, s. 52.

- (a) *risk of loss...attributable to interruptions of the carrying on of business*
- (b) *risks of loss attributable to incurring unforeseen expense...*
- (c) *risks neither falling within (a) or (b) above nor being of a kind such that the carrying on of the business of effecting and carrying out contracts of insurance against them constitutes the carrying on of insurance business of some other class.*¹

Formuleringen i punkt (c) är mycket otydlig när det gäller frågan om avtal om kreditderivat omfattas av denna bestämmelse. Denna otydlighet gäller inte punkterna (a) och (b) som avser sådana försäkringsavtal som inkluderar risker mot förluster. Eftersom förlust eller skada är ett av de väsentligaste elementen i försäkringsavtal enligt engelsk rätt, finns det ingen tvekan om att bestämmelserna i punkterna (a) och (b) avser försäkringsavtal. Otydligheten gäller bestämmelsen i punkt (c) som inte föreskriver någon risk för förlust eller skada som rekvisit för transaktioner som omfattas av denna bestämmelse. Man kan inte direkt påstå att denna oklara formulering inkluderar även avtal om kreditderivat men oklarheten kan skapa förvirring vid analysen av huruvida avtal om kreditderivat egentligen är försäkringsavtal. Vid en noggrann läsning av bestämmelsen i punkt (c) ser man att denna inkluderar "försäkringsavtal som inte omfattas av övriga *classes*" i *Insurance Companies Act*. Ordet "försäkringsavtal" i denna formulering ger en koppling till tolkningen av försäkringsavtal i *common law* som analyserats i föregående avdelning vilket kan vara av hjälp vid tolkningen av bestämmelsen i punkt (c). Det finns en uppfattning att den oklara formuleringen i punkt (c) är en "underlig underlåtenhet".² En viss betydelse i tolkningen av bestämmelsen i punkt (c) har den inledande formuleringen till *Class 16* om "*miscellaneous financial loss*". Denna formulering antyder att ett rekvisit för avtal som omfattas av punkt (c) skulle kunna vara förlust eller skada som kan tolkas som övriga bestämmelser i *Class 14, 15* och *16*.

Lika lite som svensk lagstiftning innehåller engelsk lagstiftning en klar definition av begreppet försäkringsrörelse. Engelsk lagstiftning innehåller visserligen flera bestämmelser om olika försäkringsklasser än svensk rätt men formuleringarna av dessa bestämmelser är inte tillräckligt klara för bedömningen om kreditderivat omfattas av detta begrepp. Bestämmelserna som analyserats ovan hänvisar i de flesta fall till förlust på försäkringstagarens sida och till begreppet försäkringsavtal. Användningen av dessa begrepp kan leda till slutsatsen att sådana kreditderivatavtal där skyddsköparen inte äger det underliggande instrumentet inte omfattas av dessa bestämmelser.

Civilrättsliga påföljder av en otillåten försäkringsverksamhet som består av ingående i ett kreditförsäkringsliknande kreditderivatavtal är inte likadana för avtalsparter i ett sådant avtal. Skyddssäljaren, alltså den part som brutit mot regler om försäkringsrörelse, kan inte kräva sina rättigheter enligt avtalet från skyddsköparen. Exempel på en sådan rättighet som skyddssäljaren inte kan kräva är premiebetalning från skyddsköparen. På detta sätt är ett sådant avtal *unenforceable* för skyddssäljaren som i detta fall alltså betraktas som försäkringsgivare³. Skyddsköparen får å andra sidan välja mellan att kräva sina rättigheter enligt avtalet eller att häva avtalet och kräva tillbaka vad han betalat till försäkringsgivaren. I fall av avtalshävning har skyddsköparen även rätt till skadestånd.⁴

¹ Citerad av J. Jakeways, s. 52.

² J. Jakeways, s. 52.

³ Section 132 Financial Services Act 1986.

⁴ J. Jakeways, s. 51.

Rättsföljderna av klassificeringen av kreditderivat som kreditförsäkringsavtal som anges ovan är väldigt allvarliga för banker som ingår ett stort antal kreditderivatavtal. Marknaden är väldigt känslig för domstolsbeslut med oförväntade resultat och endast ett sådant beslut där domstolen uttryckt några tveksamheter angående kreditderivat skulle kunna resultera i att intresset för sådana transaktioner försvinner. Detta skulle kunna resultera i stora förluster för banker och övriga aktörer som sysslar med kreditderivatverksamhet. Det handlar inte endast om förlust av bankernas inkomster i framtiden utan även om ersättningar till bankernas motparter för de existerande avtalen. Bankerna brukar vara villiga att förlikas i sådana tveksamma situationer för att undvika domstolsprocesser och för att skydda sina goda rykten.

ISDA, som utformat standarddokumentation för avtal om kreditderivat, insåg att frågan huruvida avtal om kreditderivat är försäkringsavtal enligt engelsk rätt fått en stor betydelse. I brist på rättspraxis har *ISDA* anlitat en advokatbyrå från London för att göra en rättsutredning. Denna advokatbyrå har analyserat och strukturerat detta juridiska problem, analyserat skillnader mellan avtal om kreditderivat och försäkringsavtal och krävt ett utlåtande från R. Potts, en högt rankad *barrister* inom detta rättsområde.

I sin studie¹ som utgjort underlag för R. Potts utlåtande har advokatbyrån angivit följande element i avtal om kreditderivat som skiljer detta avtal från försäkringsavtal i engelsk rätt:

- egenskaper av händelse som utlöser betalningsförpliktelse i avtal om kreditderivat,
- brist på ett försäkringsbart intresse i den underliggande transaktionen,
- det faktum att betalningsförpliktelse i avtal om kreditderivat är helt oberoende av en eventuell skyddsköparens förlust,
- brist på s.k. *utmost good faith* förpliktelse i avtal om kreditderivat som innebär förpliktelse för försäkringstagaren att lämna all väsentlig information till försäkringsgivaren vid avtalsingåendet,
- form och struktur på avtal om kreditderivat, och
- parternas avsikt som också återspeglar en konsensus på finansmarknaden att avtal om kreditderivat inte är försäkringsavtal.

Dessutom innehåller denna studie påståendet att avtal om kreditderivat saknar försäkringsbart intresse vilket är ett obligatoriskt element i försäkringsavtal. Ett försäkringsbart intresse är enligt denna studie ett annat sätt att uttrycka nödvändighet av förlust eller skada som det viktigaste elementet för försäkringsavtal.² Ett engelskt rättsfall³ har citerats som stöd för detta påstående. I detta rättsfall har domstolen fastställt att ett livförsäkringsavtal som innehållit vissa investeringselement inte var ett försäkringsavtal eftersom utbetalningar gjordes oberoende av förlust. Man konstaterade att vissa avtal får ha samma ekonomiska effekt som försäkringsavtal utan att vara klassificerade som försäkringsavtal. Slutligen ställde advokaterna frågan till R. Potts om avtal om kreditderivat är försäkringsavtal enligt *common law* eller enligt *Insurance Companies Act 1982*.

I sitt utlåtande från 1997 har R. Potts formulerat detta juridiska problem i två frågor. Den första frågan i hans utlåtande var om avtal om kreditderivat utgör försäkringsrörelse enligt *Insurance Companies Act 1982*. Den andra frågan var om avtal om kreditderivat till sin natur är försäkringsavtal enligt *common law* eller *Insurance Companies Act 1982*. Formuleringen gör alltså en viss skillnad mellan försäkringsrörelse och försäkringsavtal.

¹ Allen & Overy, Instructions to Counsel, London, 19 May 1997, s. 6-7.

² Allen & Overy, Instructions to Counsel, s. 8.

³ Fuji Finance Inc. v. Aetna Life Insurance Co. Limited [1994] 4 ALL ER 1025.

R. Potts analys ger först svar på frågan om avtal om kreditderivat utgör försäkringsrörelse enligt *Insurance Companies Act 1982*. Analysen innehåller en kort analys av avtal om kreditderivat och en sammanfattning av bestämmelserna i *Insurance Companies Act 1982* och *Schedule 2* till denna lag. Analysen baseras på bokstavstolkning av de lagbestämmelser som citerats ovan och avslutas med en generell slutsats att avtal om kreditderivat inte utgör försäkringsrörelse enligt *Insurance Companies Act 1982*.

Den andra fråga som ställts till R. Potts var frågan om avtal om kreditderivat till sin natur är försäkringsavtal enligt *common law* eller *Insurance Companies Act 1982*. I en analys som utgör grund för svaret på denna fråga utgår han från en äldre definition av försäkringsavtal i ett rättsfall från 1806.¹ Även i detta fall tolkades förlust eller skada som ett obligatoriskt element av försäkringsavtal. Analysen fortsätter med ett senare rättsfall från 1867² som också fastställer att risk för förlust eller skada och ett försäkringsbart intresse utgör obligatoriska element i försäkringsavtal. Rättsfallet från 1904,³ som nämnts ovan, anges också i denna analys eftersom detta rättsfall bekräftat risk för förlust och ett försäkringsbart intresse som två obligatoriska element i ett försäkringsavtal. R. Potts har kommit till slutsatsen att ett försäkringsavtal endast är ett försäkringsavtal om det innehåller båda dessa element.⁴

Analysen anger att dessa två element, som alltså är obligatoriska för försäkringsavtal, inte är obligatoriska för avtal om kreditderivat vilket gör att dessa två avtal inte är identiska.

Vidare i analysen⁵ anges att det är klart att de ekonomiska effekterna av avtal om kreditderivat kan vara identiska eller liknande effekterna av försäkringsavtal. Men ekonomiska effekter har ingen betydelse i förhållande till de juridiska element som kännetecknar ett avtal. Det som är avgörande för klassificeringen av ett avtal är de rättigheter och skyldigheter som avtalsparterna har enligt avtalet. Avtal om kreditderivat skiljer sig alltså från försäkringsavtal just när det gäller parternas rättigheter och skyldigheter. Det som kännetecknar avtal om kreditderivat är följande element:

- a) skyddssäljarens betalningsförpliktelse är inte villkorad av skyddsköparens förlust eller risk för förlust eller skada och
- b) avtal om kreditderivat avser inte skydd av ett försäkringsbart intresse utan dessa avtal existerar oavsett sådana intressen.

Slutligen rekommenderar denna analys att avtalsparter som ingår avtal om kreditderivat bör inkludera ytterligare en bestämmelse i sina avtal. Denna bestämmelse skall ange att skyddssäljarens betalningsförpliktelse existerar oavsett om skyddsköparen lidit förlust eller

¹ *Lucena v. Crauford* [1806] 2 B.&P. N.R. 269 kommenterad av R. Potts, s. 4 – Engelsk text: "Insurance is a contract by which the one party, in consideration of a price paid to him adequate to the risk becomes security to the other that he shall not suffer loss, damage or prejudice by the happening of the perils specified to certain things which may be exposed to them. If this be the general nature of the contract of insurance, it follows that is applicable to protect men against uncertain events which may in any wise be of disadvantage to them; not only those persons to whom positive loss may arise by such events, occasioning the deprivation of that which they may possess, but those also, who in consequence of such events, may have intercepted from them the advantage or profit which, but for such events, they would acquire, according to the ordinary and probable course of things."

² *Wilson v. Jones* [1867] 2 Ex 150, kommenterat av R. Potts, s. 4.

³ *Prudential Insurance Company v. Inland Revenue Commissioners* [1904] 2 K.B. 658, kommenterat av J. Jakeways, s.50.

⁴ R. Potts, s. 6.

⁵ R. Potts, s. 7.

skada i samband med en *Credit Event*. På grund av denna bestämmelse bör avtalsparterna också ange att det konkreta avtalet inte utgör ett försäkringsavtal. Det är klart att en sådan bestämmelse inte kan ändra klassificeringen av ett avtal som i själva verket är ett försäkringsavtal men i övriga fall där avtalsparterna har för avsikt att ingå avtal om kreditderivat skadar det inte att inkludera en sådan bestämmelse i avtalet.¹

Genom R. Potts utlåtande försökte *ISDA* skapa en viss säkerhet, först och främst för sina medlemmar, men också i övrigt, beträffande kreditderivatets juridiska natur. Utlåtandet skulle användas praktiskt som ett slags juridisk rådgivning som avtalsparter brukar söka innan de ingår vissa transaktioner. Ändå blev detta utlåtande intressant även i ett teoretiskt sammanhang vilket har resulterat i flera kommentarer och analyser av detta juridiska problem av andra författare och praktiserande jurister. Nedan följer en kort analys av artiklar som behandlat denna juridiska fråga. Samtliga uppfattningar behandlar kreditderivatets juridiska natur enligt engelsk rätt och engelsk lagstiftning.

En av dessa uppfattningar² ser en skillnad mellan avtal om kreditderivat och försäkringsavtal, förutom i de element som analyserats i R. Potts utlåtande, även i den högre grad av god tro som krävs i försäkringsavtal som regleras av engelsk rätt. Denna typ av god tro som kallas för "*utmost good faith*" är specifik för engelsk rätt som i övrigt saknar en allmän rättsprincip om god tro vid avtalsingående.³ Denna högre grad av god tro innebär tre förpliktelser för avtalsparterna. Dessa förpliktelser är att lämna väsentliga upplysningar till motparten vid avtalsingåendet, att inte lämna *misrepresentations* och att inte ställa bedrägliga skadeståndskrav i samband med försäkringsavtal.⁴ Dessa förpliktelser är mycket detaljerade och det finns en omfattande rättspraxis i engelsk rätt om detta, men de skall inte närmare analyseras i denna avhandling. Det som är viktigt att konstatera i samband med denna högre grad av god tro är att denna princip endast gäller försäkringsavtal, inte kreditderivatavtal. Denna omständighet är alltså ännu ett argument för att avtal om kreditderivat skiljer sig till sin juridiska natur från försäkringsavtal.

Enligt samma uppfattning finns det en annan princip i engelsk rätt som tillämpas i samband med försäkringsavtal men inte i samband med avtal om kreditderivat. Denna princip gäller minskning av skada och den gäller som en allmän rättsprincip i engelsk skadeståndsrätt. Principen föreskriver att den skadelidande inte har rätt att kräva ersättning för skada eller en del av skada som han kunnat undvika genom att vidta rimliga åtgärder.⁵ Avtal om kreditderivat är konstruerade på så sätt att denna rättsprincip om minskning av skada inte gäller dessa avtal. Denna omständighet är enligt den ovan nämnda uppfattningen⁶ ännu ett argument för att avtal om kreditderivat och försäkringsavtal skiljer sig till sin juridiska natur.

Enligt en annan uppfattning måste man förstå utvecklingen av avtal om kreditderivat för att kunna analysera skillnaden mellan dessa avtal och försäkringsavtal. Det är nämligen så att i finansvärlden har banker och övriga institutioner hanterat kreditrisker genom olika instrument som t.ex. garantier, rembursor och olika köp- och säljtransaktioner. Även olika typer av *subparticipations* har utvecklats för att hantera kreditrisker och samtliga dessa avtal skiljer sig

¹ R. Potts, s. 8.

² C. Whiteley, *Credit Derivatives – Documentation and legal issues*, publicerad i S. Das, *Credit Derivatives and Credit Linked Notes*, 2 uppl., Singapore, s. 675.

³ S. James, s. 77.

⁴ J. Chitty, para 41-026.

⁵ J. Chitty, para 27-085.

⁶ C. Whiteley, s. 675.

från försäkringsavtal. Utvecklingen av avtal om kreditderivat har skett i ett rättsområde som alltså aldrig blandats med försäkringsavtal. Dessutom är det fel att alltid fokusera enbart på en möjlig variant av kreditderivat, nämligen situationen när en skyddsköpare äger ett underliggande instrument. Det stämmer att en sådan skyddsköpare kan ha för avsikt att skydda sig mot förlust men det finns många skyddsköpare och skyddssäljare som spekulerar och inte har för avsikt att förvärva det underliggande instrumentet. Dessutom finns det ett stort antal aktörer som ingår kreditderivat för att diversifiera sina portföljer vilket är en verksamhet som inte har något att göra med försäkringen.¹

En annan uppfattning² analyserar, förutom de element som analyserats ovan, just ägande av det underliggande instrumentet i avtal om *credit default swap* och betonar att ägandet inte är ett obligatoriskt avtalsrekvisit. Även om en skyddsköpare äger ett underliggande instrument vid avtalsingåendet finns det ingenting i ett avtal om kreditderivat som hindrar honom från att sälja eller överlåta instrumentet under avtalstiden. Denna ändring påverkar inte ett avtal om kreditderivat och parternas rättigheter och skyldigheter enligt avtalet. Denna uppfattning betonar också avtalsfrihet som ett element vid bedömningen av skillnaden mellan avtal om kreditderivat och försäkringsavtal. Det är nämligen så att avtalsparterna har rätt att välja mellan två giltiga typer av avtal även om den ekonomiska effekten av dessa avtalstyper kan vara identisk. Om avtalsparterna, som alltså fritt väljer vilken typ av avtal de ingår, skriver i avtalet att detta är ett avtal om kreditderivat och inte ett försäkringsavtal borde domstolen acceptera en sådan viljeförklaring. En sådan avtalsbestämmelse är inte avgörande i engelsk rätt men den kan vara relevant vid bedömningen av frågan vilken typ av avtal avtalsparterna ingått.³

Det finns en uppfattning⁴ att det numera råder ”*general consensus*” att det finns en betydande skillnad mellan avtal om kreditderivat och försäkringsavtal. Denna skillnad är att skyddssäljarens betalningsförpliktelse i avtal om kreditderivat inte beror på en skada eller förlust hos motparten. Betalningsförpliktelser i olika avtal om kreditderivat utlöses oavsett om en skada eller förlust inträffat och dessa betalningar utgör inte skade- eller förlustersättning. Dessutom anser man att en alltför stor försiktighet i analysen av denna fråga resulterat i att frågan fått en alltför stor uppmärksamhet som den egentligen inte förtjänar.⁵

Det finns en allmän grund för kritik av R. Potts utlåtande samt övriga uppfattningar som kommenterats ovan. Det är nämligen så att dessa uppfattningar inte tar hänsyn till de omständigheter under vilka ett avtal om kreditderivat eventuellt kommer att prövas i en domstol. Dessa omständigheter kan vara sådana att skyddsköparen i fråga ägt det underliggande instrumentet och att just detta kreditderivat blivit föremål för tvist. I en sådan situation måste domstolen pröva det konkreta avtalet och bedöma avtalets juridiska natur. Om de faktiska omständigheterna är sådana att avtalet innehåller de två väsentliga elementen för ett försäkringsavtal dvs. försäkringsbart intresse och förlust på skyddsköparens sida, spelar de övriga elementen inte så stor roll. Parterna i ett sådant avtal kommer kanske aldrig att åberopa frågor om minskning av skada, *utmost good faith*, *misrepresentations* eller liknande eftersom dessa frågor aldrig eller sällan aktualiseras i ett kreditderivatavtal som klassificeras som försäkringsavtal. En domstolsprövning kommer alltså att fokuseras på de två obligatoriska

¹ J. Jakeways, s. 48.

² S. James, s. 32-33.

³ *Welsh Development Agency v. Export Finance Co* [1992] BCLC 270, 280-281.

⁴ J. Jakeways, s. 54.

⁵ J. Jakeways, s. 52.

elementen dvs. försäkringsbart intresse och förlust. Om dessa två element finns på plats är det sannolikt att domstolen kommer till slutsatsen att avtalet i fråga är ett försäkringsavtal.

En annan fråga är varför en domstol skulle klassificera ett kreditderivatavtal som ett försäkringsavtal. Om två avtalsparter tvistar om tillämpningen av ett avtal om kreditderivat och inte yrkar avtalets klassificering som ett försäkringsavtal kommer inte domstolen att befatta sig med denna fråga. Engelsk domstol har redan prövat två tvister¹ som gällde kreditderivatavtal och tolkning av vissa klausuler i *ISDA Documentation*. Ingen av parterna i dessa tvister har åberopat argumentet att det inte handlat om kreditderivatavtal utan om försäkringsavtal och domstolen har inte prövat denna fråga. Det är klart att många parter, särskilt banker, inte vill åberopa sådana argument i domstolen eftersom det skulle skada deras rykte. Det skulle bli en stor skandal om en bank, som ingått ett kreditderivatavtal i egenskap av skyddssäljare, vägrar betalning till motparten – skyddsköparen med åberopande av sådana argument. Banken i fråga skulle i så fall argumentera för att den uppfattat avtalet i fråga som ett försäkringsavtal och att motparten inte äger det underliggande instrumentet vilket innebär att motparten inte lidit någon förlust. Det är svårt att tro att en bank skulle våga agera på det sättet eftersom det skulle kunna leda till andra konsekvenser utanför tvisten, nämligen sanktionering av banken i fråga. Det är däremot mycket sannolikt att en konkursförvaltare till en bank eller till en annan skyddssäljare åberopar ett sådant argument som ett försök att undvika utbetalning av ersättning enligt kreditderivatavtalet. Någon sanktionering av den konkursdrabbade skyddssäljaren är inte aktuell oavsett hur domstolen avgör denna tvist. Konkursituationer brukar ställa saker på sin spets och det är omöjligt att förutse domstolens beslut i denna fråga. Det är säkert att de faktiska omständigheterna i avtalet, alltså ägande av det underliggande instrumentet, kan väga tyngre än de argument som åberopats i diskussioner om kreditavtalets juridiska natur som kommenterats ovan.

Slutligen kan man konstatera att frågan om avtal om kreditderivat är försäkringsavtal inte är definitivt löst i engelsk rätt. Det beror på att denna fråga aldrig kommit till domstol och att engelska domstolar inte sagt det sista ordet om detta. Rättspraxis är en viktig rättskälla i engelsk rätt och det är inte svårt att förstå att jurister och aktörer som sysslar med avtal om kreditderivat skulle känna sig tryggare med ett rättsfall som skulle ge klara riktlinjer i frågan. Ändå har denna situation inte hindrat en kraftig ökning av antalet avtal om kreditderivat som ingåtts och registrerats av *ISDA* under de senaste åren.

*ISDA*s försök att lösa denna fråga genom ett utlåtande från en advokatbyrå är en tillfällig lösning som man brukar acceptera i praktiken. Sådana praktiska lösningar utgör inte en allmänt accepterad rättslig grund eftersom det är möjligt att någon annan aktör skaffar sig ett annat utlåtande, från en annan advokatbyrå eller från en annan barrister, som säger något annat. Denna fråga måste bli prövad av en högre engelsk domstol för att kunna betraktas som löst. Det faktum att kreditderivatavtal spridit sig så snabbt och fått en så stor användning kan vara ett starkt argument som en domstol skulle kunna ta hänsyn till, men det är inte avgörande för den rättsliga prövningen av ett konkret kreditderivatavtal. Domstolen måste döma i det konkreta ärendet och det är det som skapar osäkerhet eftersom ett konkret domstolsbeslut kan påverka samtliga kreditderivat på ett negativt sätt.

¹ Deutsche Bank AG v. ANZ Banking Group Ltd, QBD, 28 May 1999; Nomura International Plc. v. Credit Suisse First Boston International, QBD, West Law International 933569

2.13 Myndigheternas uttalanden om förhållandet mellan kreditderivat och försäkringsverksamhet

Frågan om skillnader mellan avtal om kreditderivat och försäkringsavtal har diskuterats i engelsk rätt av vissa myndigheter som uttalat sig om frågan utifrån sin verksamhet. Dessa uttalanden är inte avgörande för diskussionen men de är intressanta att analysera i detta sammanhang.

Financial Law Panel, som inte existerar längre, var egentligen ingen myndighet utan ett forum vars syfte var att identifiera ”*areas of uncertainty in the law affecting financial markets, and to seek to remove or limit their scope*”.¹ Detta forum har producerat en kort studie som kallats för ”*Credit Derivatives - The Regulatory Treatment*” som publicerades i maj 1997.

Inledningsvis utgår studien från en indelning av finansverksamhet i försäkringsverksamhet, kommersiell bankverksamhet och investeringsverksamhet. Dessa tre verksamheter har varit avskilda i ett historiskt perspektiv och de har inte överskridit gränserna mellan deras respektive områden. Därför var regleringen av dessa verksamheter indelad i lagstiftningen och det finns olika kriterier och sätt att hantera dem. Dessutom har denna lagstiftning utvecklats genom respektive EU-direktiv och även i många länder utanför EU är denna indelning i tre olika verksamheter nästan identisk.

Svårigheter med denna indelning har förekommit på senare tiden. De klara gränserna mellan dessa tre verksamheter har delvis suddats ut genom ändringar i den kommersiella verksamheten och genom en ökad konkurrens mellan aktörerna i dessa tre verksamhetsområden. Aktörerna känner sig pressade att söka nya affärsmöjligheter, ofta utanför sina traditionella verksamheter. Denna utveckling resulterar i svårigheter även för tillsynsmyndigheter, särskilt i de fall en affärsverksamhet faller inom två olika separata verksamheter som regleras i lagstiftningen på olika sätt.

Avtal om kreditderivat utgör en sådan affärsverksamhet som resulterar i en viss osäkerhet för vissa aktörer och tillsynsmyndigheter om vilka delar av lagstiftningen som skall tillämpas. Flera typer av avtal om kreditderivat kan, enligt en allmän uppfattning, klassificeras som ”*investments*” men det finns vissa andra typer av avtal om kreditderivat som man kan misstänka skulle kunna klassificeras även som ”*insurance business*”. Blir en sådan klassificering riktig skulle den kunna resultera i allvarliga rättsföljder för avtalsparter som ingår sådana avtal.

Financial Law Panel har analyserat detta problem utifrån tillsynsmyndigheternas perspektiv. Denna analys utgår inte från begreppet försäkringsrörelse och söker inte heller innebörd av begreppet försäkringsavtal i *common law*. Frågan som *Financial Law Panel* ställer och försöker svara på är huruvida ingående av avtal om kreditderivat av banker och finansieringsbolag innebär att dessa personer sysslar med försäkringsverksamhet.²

I sin analys utgår *Financial Law Panel* från att det finns vissa andra verksamheter som i vissa fall skulle kunna klassificeras som försäkringsverksamhet men i vissa fall blir det inte så. Ett sådant exempel är verksamhet som betecknas som ”*pension fund management*” som inkluderats som försäkringsverksamhet. Å andra sidan finns det andra finansiella aktörer, som

¹ Financial Law Panel

² Financial Law Panel, s. 4.

inte är försäkringsbolag, som också får driva en sådan verksamhet. ”*Fund management*” kan alltså vara både försäkringsverksamhet och något annat, beroende på vilken aktör som driver verksamheten. Är det ett försäkringsbolag klassificeras denna verksamhet som försäkringsverksamhet, är det ett annat bolag kan man inte klassificera verksamheten som försäkringsverksamhet. På grund av detta påstående kommer man till slutsatsen att endast lagstiftning som reglerar försäkringsrörelse inte fastställer vad som är försäkringsverksamhet. Denna lagstiftning möjliggör endast att en verksamhet, som kanske också kan drivas av icke-försäkringsbolag, blir försäkringsverksamhet om ett försäkringsbolag vill syssla med den.¹ Ett liknande fall är ”*investment business*” som kan drivas av både försäkringsbolag och andra aktörer.

När det gäller frågan om ett avtal skall klassificeras som avtal om kreditderivat eller försäkringsavtal anser *Financial Law Panel* att man måste utgå från de tillstånd som aktören i fråga fått från respektive tillsynsmyndighet. Om en sådan aktör innehar tillstånd att driva en ”*investment business*” skall detta avtal klassificeras som avtal om kreditderivat om det faller inom definitionen av ”*investment business*” enligt lagtexten. Denna klassificering påverkas inte av omständigheten att avtalet i fråga även innehåller samtliga element som kännetecknar ett försäkringsavtal. Den första klassificeringen, att avtalet i fråga är ett avtal om kreditderivat, skall bestå så länge avtalet håller sig inom definitionen ”*investment business*”.²

Financial Law Panel anser därför att även om en tvist huruvida ett avtal är avtal om kreditderivat eller försäkringsavtal kommer till domstolen, domstolen inte skall ändra klassificeringen som beskrivits ovan.³

Denna rekommendation har inte kritiserats i den engelska juridiska litteraturen eftersom den rekommenderar en flexibel inställning av tillsynsmyndigheter i denna oklara fråga. Ändå kan man konstatera att analyser av den juridiska naturen hos avtal om kreditderivat som söker sina argument i *common law* och lagtexten går betydligt djupare i denna fråga. *Financial Law Panel* försöker klargöra en oklarhet i lagtexten med andra liknande oklarheter vilket inte är ett starkt argument. Det verkar vara så att *Financial Law Panel* försökt säga det som förarbetena till den svenska försäkringsrörelselagen säger klart och öppet, nämligen att experter på detta område inte lyckats med att definiera begreppet försäkringsrörelse. Utifrån denna omständighet ger *Financial Law Panel* en rekommendation om en flexibel inställning av tillsynsmyndigheter i denna fråga. Det är inget fel med denna rekommendation men det som är problematiskt i det hela är att engelska domstolar inte tar hänsyn till sådana rekommendationer och att de inte ser sådana problem endast utifrån tillsynsperspektiv. Rättskällor som engelska domstolar använder är *common law*, lagtext, EU-rätt och internationella konventioner, sedvana och doktrinen.⁴ För närvarande verkar det vara så att dessa källor inte innehåller en tillräcklig säker grund för bedömningar av frågan som kommenterats ovan. Den faktiska situationen i engelsk rätt angående bedömning av vad som omfattas av begreppet försäkringsrörelse är alltså liknande den situationen i svensk rätt där förarbeten klargör att ”det har lämnats åt rättstillämpningen att... avgöra vad som förstås med uttrycket driva försäkringsrörelse.”⁵

¹ Financial Law Panel, s. 5.

² Financial Law Panel, s. 6.

³ Financial Law Panel, s. 7.

⁴ W.J. Morrison, A. Gearey, K.Malleson, Common law reasoning and institutions, London, 2004, s.84.

⁵ Prop. 1981/82:180 s. 132.

Efter år 2000 har myndigheter belyst frågan om förhållandet mellan kreditderivat och försäkring ur ett annat perspektiv som kännetecknas av tillsynsmyndighetens ändrade roll i kontrollen över finansiella tjänster i Storbritannien. Den nya rollen hos Storbritanniens *Financial Services Authority (FSA)* introducerades genom en ny lag *Financial Services and Markets Act 2000* vars tillämpning började den 1 december 2001. Genom denna lag har *Financial Services Act 1986*, *Insurance Companies Act 1982*, *Banking Act 1987* och ett antal andra lagar upphävts. Den nya *Financial Services and Markets Act 2000* ger *FSA* kompetens att reglera finansiella verksamheter som omfattas av lagen genom sina egna regler.

Det som är intressant för diskussionen om skillnaden mellan avtal om kreditderivat och försäkringsavtal är att *FSA* föreskrivit i *Sec.1.3(1)* av sin föreskrift¹ för försäkringsbolag att försäkringsbolag inte får driva "*any commercial business in the United Kingdom or elsewhere other than insurance business and activities arising directly from that business*".² Denna regel har gett anledning till en ny diskussion, nämligen frågan om försäkringsbolag får syssla med avtal om kreditderivat. Jämfört med tidigare diskussioner om denna fråga i perioden mellan 1995 – 2000 kan man konstatera att diskussionen har fått en ny riktning. Tidigare diskuterades frågan om banker och vissa andra aktörer, som inte var försäkringsbolag, får syssla med avtal om kreditderivat. Numera anses det vara allmänt accepterat att banker får syssla med kreditderivat medan istället frågan om försäkringsbolag får syssla med sådana transaktioner har uppmärksamats.

Detta är en intressant utveckling med hänsyn till att den nya bestämmelsen i *Sec.1.3(1)* av *FSAs* föreskrift för försäkringsbolag inte ändrat något i förhållande till tidigare gällande regler³ som analyserats i föregående avdelningar. Anledningen till denna utveckling är egentligen det faktum att försäkringsbolagen blivit alltmer attraherade av kreditriskmarknaden som täcks av kreditderivat och försöker hitta lämpliga sätt att vinna en del av marknaden. Detta gör försäkringsbolag genom s.k. *transformer companies* som utgör ett slags mellanhand mellan skyddsköpare och försäkringsbolag. Kombinationen av avtal om kreditderivat och försäkringsavtal som uppstår på ett sådant sätt analyseras i korthet nedan.

I praktiken finns det några omständigheter som motiverar försäkringsbolag att ingå avtal om kreditderivat även om detta inte är tillåtet enligt engelsk rätt. En sådan omständighet är att försäkringsbolag i Storbritannien är skyldiga att betala fem procent skatt på försäkringspremierna vilket är en relativt hög skatt. Avtal om kreditderivat, å andra sidan, är inte beskattade på samma sätt och det skulle vara förmånligt att i vissa fall ingå avtal om kreditderivat i stället för försäkringsavtal och slippa betala skatt. En annan omständighet som avtalsparterna ibland skulle vilja undvika är den höga graden av upplysningsskyldighet som existerar i engelsk rätt för båda avtalsparterna i ett försäkringsavtal. Denna skyldighet kräver "*utmost good faith*", alltså en högre grad av god tro än vanlig god tro, vid överlämnande av viss information till motparten. En sådan strikt skyldighet är i vissa fall en börda för transaktioner där avtalsparterna inte vill informera varandra om samtliga omständigheter kring avtalet.⁴ I sådana fall skulle avtalsparterna hellre vilja ingå en annan lämplig typ av avtal, vilket i många fall är just avtal om kreditderivat.

¹ Interim Prudential Sourcebook for Insurers

² J. Coiley, Not So Toxic: Understanding and Negotiating Insurance Transformer Transactions, *Journal of International Banking Law*, 2002 17(8), s. 232.

³ J. Coiley, Not So Toxic, s. 232.

⁴ M. Ross, C. Davies, Credit Derivatives and Insurance – A World Apart, Norton Rose, Alternative Risk Transfer, Articles by Maria Ross and Cheryl Ronaldson, Edition V, London, 2001, s. 2.

Försäkringsbolag som vill kringgå sådana tvingande regler gör det i vissa fall i praktiken genom särskilt bildade bolag som kallas för *transformer companies*. Dessa bolag bildas av försäkringsbolag eller andra aktörer med syfte att använda dem som ett slags mellanhand mellan en skyddsköpare som vill köpa skydd för kreditrisk genom en kreditderivattransaktion och ett försäkringsbolag som vill försäkra en sådan skyddsköpare men inte får göra det på grund av lagstiftningsrestriktioner. En sådan transaktion struktureras vanligtvis i två faser på så sätt att en skyddsköpare först ingår ett avtal om kreditderivat med ett *transformer* bolag. *Transformer* bolaget är vanligtvis inte registrerat som ett försäkringsbolag utan som en finansiell institution som har tillstånd att ingå sådana avtal om kreditderivat. Därefter ingår *transformer* bolaget ett försäkringsavtal med försäkringsbolaget i fråga och överlåter risken för förlust i avtal om kreditderivat till försäkringsbolaget. Detta är möjligt eftersom det är tillåtet för försäkringsbolag att försäkra en skyddssäljare i ett avtal om kreditderivat mot förlust i denna transaktion om detta sker genom ett försäkringsavtal.¹

När det gäller avtal som ingås genom *transformer* bolag, både de som agerar inom en jurisdiktion och flera jurisdiktioner, rekommenderar praktiserande jurister ändå vissa försiktighetsåtgärder. Dessa åtgärder skulle minska risken att avtal om kreditderivat skulle klassificeras som försäkringsavtal. För det första är det viktigt att försäkringsavtalet mellan ett *transformer* bolag och försäkringsgivaren blir författat på så sätt att samtliga nödvändiga bestämmelser och element som ett försäkringsavtal måste innehålla blir inkluderade. Att t.ex. i försäkringsavtalet refereras till avtalet om kreditderivat mellan *transformer* bolaget och dess motpart, alltså skyddsköparen, kan vara fel. En domstol skulle på grund av denna referens kunna få intrycket att den egentliga avsikten som försäkringsbolaget haft vid avtalsingåendet var att ingå en kreditderivattransaktion och inte ett försäkringsavtal vilket strider mot lagen.²

För det andra och av samma anledning, rekommenderar man att försäkringsbolagets skyldigheter enligt försäkringsavtalet, inte direkt matchar *transformer* bolagets skyldigheter gentemot dess motpart enligt avtal om kreditderivat. Det kan t.ex. vara så att, förutom den skyldighet som matchar avtalet om kreditderivat, försäkringsavtalet täcker ytterligare några risker som egentligen inte täcks av avtalet om kreditderivat och liknande. På så sätt åstadkommer man en skillnad mellan försäkringsavtalet i förhållande till avtalet om kreditderivat.

För det tredje skulle rättigheter till skadereglering enligt försäkringsavtalet inte vara överlåtbara till tredje person, särskilt inte till skyddsköparen under avtalet om kreditderivat. På detta sätt åstadkommer försäkringsbolaget ett avstånd och ytterligare en skillnad mellan sitt försäkringsavtal med *transformer* bolaget och *transformer* bolagets avtal om kreditderivat med skyddsköparen. Slutligen konstaterar man att användningen av *transformer* bolag är en gråzon inom engelsk rätt och att det kan vara svårt att i praktiken dra en linje mellan avtal om kreditderivat och försäkringsavtal. När man är medveten om dessa omständigheter och tar hänsyn till detta vid avtalsskrivandet, minskar man i alla fall risken att avtalen skall klassificeras på ett annat sätt än vad avtalsparterna haft för avsikt vid avtalsingåendet.³

När det gäller sådana strukturer som använder *transformer companies* ser man risker för en misslyckad affär för det första i eventuella konkurser av sådana bolag. Det anses vara viktigt att *transformer companies*, även om de ägs av försäkringsbolag eller t.ex. banker, blir oberoende av ägarbolaget. På så sätt skulle en konkurs hos ägarbolaget inte drabba ett

¹ M. Ross, C. Davies, s. 2.

² M. Ross, C. Davies, s. 3.

³ M. Ross, C. Davies, s. 3.

transformer company. Dessutom anser man att det är lämpligt att rekommendera användning av speciella typer av bolag som inte finns i Storbritanniens lagstiftning eller i övriga viktiga europeiska lagstiftningar. Dessa bolagstyper är t.ex. *protected cell company* som existerar i Guernseys lagstiftning eller *segregated account company* som existerar i Bermudas lagstiftning. Det som är karakteristiskt för dessa bolagstyper är att bolagstillgångarna är indelade och separerade och svarar endast för vissa förpliktelser. I fall av *protected cell company* finns det t.ex. två slags aktier, bolagets aktier och *cells* aktier vilket också resulterar i två typer av tillgångar. På så sätt skyddar man fordringsägare till ett sådant bolag som har sina fordringar endast i förhållande till en *cell* eller *account*. De övriga fordringsägarna kan ta i anspråk endast andra bolagets tillgångar dvs. andra *cells* eller *accounts* som svarar för andra bolagets separerade förpliktelser. Detta är en väldigt kort och förenklad beskrivning av dessa bolagstyper. Dessutom är det viktigt att placera *transformer company* i en jurisdiktion som tillåter att ett sådant bolag får ingå både avtal om kreditderivat och försäkringsavtal. Vid sådana överväganden skall man också ta hänsyn till skattefrågor och på så sätt undvika eventuella avdrag vid utbetalningar i samband med avtal om kreditderivat.¹

En annan risk med strukturer som beskrivits ovan är kopplad till en eventuell konkurs av ett försäkringsbolag som i slutändan står för förlusten i sådana transaktioner. Vid konkurser blir konkursförvaltare benägna att komma med olika invändningar vilkas syfte är att eventuellt minska konkursboets betalningsförpliktelser. Om en struktur med användning av ett *transformer* bolag inte är tillräckligt bra dokumenterad skulle en konkursförvaltare kunna påstå att avtalet mellan *transformer* bolaget och försäkringsbolaget inte var ett försäkringsavtal utan ett avtal om kreditderivat. I så fall skulle detta avtal bli ogiltigt och konkursboet skulle undvika betalning till *transformer* bolaget. Man anser att en sådan situation utgör den högsta risken för en tvist som skulle kunna resultera i en annorlunda tolkning av försäkringsavtalet i fråga och dess eventuella ogiltighet.² I övriga situationer brukar avtalsparterna undvika tvister och även när en process startats i domstolen slutar den ofta i förlikning.

Användningen av *transformer companies* och inträdet av försäkringsbolag på kreditderivatmarknaden genom sådana bolag har i Storbritannien väckt FSAs intresse. FSA har analyserat frågan om gränslinjen mellan avtal om kreditderivat och försäkringsavtal i sitt *Discussion Paper* med titeln *Cross-sector Risk Transfers* som publicerades i maj 2002. Denna studie analyserar överföring av kreditrisker genom olika finanssektorer med användning av olika strukturer bl.a. genom användning av *transformer companies*. När det gäller överföring av kreditrisker mellan banksektorn och försäkringssektorn konstaterar FSA att försäkringsbolag blir alltmer inblandade i försäkring av kreditrisker genom kreditförsäkring av olika skyddssäljare som säljer riskskydd genom avtal om kreditderivat. När det gäller det tillvägagångssätt som används för sådana överföringar av kreditrisker konstaterar FSA att det vanligtvis handlar om sådana strukturer som använder olika *transformer companies*. Detta sker särskilt i jurisdiktioner som tillåter sådana bolag att ingå både avtal om kreditderivat och försäkringsavtal. Dessutom använder aktörer i sådana transaktioner *protected cell companies* som också bildas av försäkringsbolag och banker i jurisdiktioner som tillåter denna bolagstyp. FSA konstaterar att syftet med sådana transaktioner är kringgående av lagstiftningsrestriktioner som hindrar försäkringsbolag att agera inom kreditderivatmarknaden. I många sådana situationer blir skyddsköparen i ett avtal om kreditderivat inte alls informerad om att skyddssäljaren har försäkrat sig mot förlust i avtal

¹ J. Coiley, Not So Toxic, s. 233; Financial Services Authority, Cross-sector risk transfer, Discussion paper, May 2002, Annex A, s. 2.

² J. Coiley, Not So Toxic, s. 233.

om kreditderivat genom kreditförsäkringsavtal med ett försäkringsbolag. I de flesta fall där banker försäkras sig mot förlust i kreditderivattransaktioner, gäller det vanligtvis en portfölj av ett antal risker, alltså inte enstaka kreditrisker.¹

FSA:s Discussion Paper som publicerades i maj år 2002 blev kommenterat av flera aktörer och *FSA* har summerat dessa kommentarer i sitt dokument *Feedback on Responses to Discussion Paper 11 on Cross-sector Risk Transfers*. I detta dokument, som publicerades i december år 2002 konstaterar *FSA* att, trots oklara gränslinjer mellan avtal om kreditderivat och försäkringsavtal, *FSA* inte kommer att utfärda några riktlinjer som skulle klargöra denna gränsdragning. *FSA* förväntar sig att de aktörer som ingår dessa avtal skall analysera varje enstaka transaktion och försäkra sig om att deras agerande är i enlighet med de regler som existerar i dagens läge.²

FSAs analys ovan är ett intressant bidrag till frågan om skillnaden mellan avtal om kreditderivat och försäkringsavtal. Analysen har inte kommit med några avgörande argument utan den kan snarare ses som en illustration av kreditderivatverksamheten och försäkringsverksamheten. Beskrivning av strukturer med *transformer* bolag och matchning av försäkringsavtal och kreditderivatavtal visar endast på några möjligheter att göra dessa affärer någorlunda säkrare genom att undgå *FSAs* tillsyn. Om däremot dessa avtal kommer till domstolsprövning kvarstår alla risker av kvalificering av sådana avtal som försäkringsavtal. *FSAs* analys ger alltså inte något nytt argument i förhållande till de uppfattningar och den argumentation om denna fråga som funnits innan *Financial Services and Markets Act 2000* kommit. Det som är viktigt att uppmärksamma *Sec.1.3(1)* i *FSAs* föreskrift för försäkringsbolag som förbjuder försäkringsbolag att driva någon annan kommersiell verksamhet utanför försäkringsverksamheten. Detta förbud inkluderar alltså även kreditderivatverksamhet vilket numera anses vara klart för alla aktörer i denna verksamhet. Detta förbud är emellertid inte så klart som *FSA* tänkt sig eftersom det återstår att lösa frågan om kreditförsäkringsliknande kreditderivatavtal. Det handlar om sådana kreditderivatavtal där skyddsköpare ägt det underliggande instrumentet både vid avtalsingående och under hela avtalstiden. Om sådana avtal klassificeras av en domstol som försäkringsavtal, trots att de kallas för kreditderivatavtal, har ett försäkringsbolag (i egenskap av skyddssäljare) inte brutit mot den ovan nämnda *Sec.1.3(1)*.

Dessutom visar *FSAs* uttalande i de två dokument som nämnts ovan hur komplex denna fråga är. Först har *FSA* angivit att gränsen mellan avtal om kreditderivat och försäkringsavtal är oklar och att *FSA* analyserat behovet av att utfärda riktlinjer som skulle klargöra denna gräns.³ Sedan har *FSA* ändrat sig och angivit att, trots oklara gränslinjer mellan avtal om kreditderivat och försäkringsavtal, *FSA* inte kommer att utfärda några riktlinjer som skulle klargöra denna gränsdragning.⁴ På detta sätt lämnar *FSA* frågan om begreppet försäkringsrörelse utan definition och utan klara gränslinjer mot övriga verksamheter, precis som det varit tidigare. Utan att säga det klart har även *FSA* kommit till den punkt där, precis som i förarbeten till den svenska försäkringsavtalslagen, denna fråga lämnas åt rättstillämpning. Den enda skillnaden i förhållande till situationen innan *Sec.1.3(1)* kom är att det verkar vara klart att försäkringsbolag inte får ingå kreditderivatavtal som inte liknar kreditförsäkringsavtal. Det

¹ Financial Services Authority, Discussion paper, May 2002, s. 13.

² Financial Services Authority, Feedback on Responses to Discussion Paper 11 on Cross-sector Risk Transfers, December 2002, s. 11.

³ Financial Services Authority, Discussion paper, May 2002, Annex B 3.

⁴ Financial Services Authority, Feedback on Responses to Discussion Paper 11 on Cross-sector Risk Transfers, December 2002, s. 11.

handlar alltså om sådana avtal där skyddsköpare inte äger det underliggande instrumentet och försäkringsbolag agerar i egenskap av skyddssäljare. Detta förbud verkar inte vara särskilt effektivt med hänsyn till dess kringgående genom *transformer* bolag vilket analyserats av *FSA*. Detta förbud utgör egentligen den enda skillnaden i förhållande till svensk rätt där försäkringsbolag får driva även finansieringsrörelse där kreditderivatavtal skulle kunna placeras. Av den anledningen behöver inte svenska försäkringsbolag kringgå lagen genom *transformer* bolag om de bestämmer sig att ingå kreditderivatavtal som inte liknar kreditförsäkringsavtal,

2.14 Slutsats – kreditderivat i förhållande till försäkrings-, bank- och finansieringsrörelse

Analysen ovan visar att avtal om kreditderivat generellt skiljer sig från försäkringsavtal även i engelsk rätt. Denna skillnad grundas även i denna jämförelse på brist av försäkringsbart intresse på skyddsköparens sida vid avtalsingåendet och brist på ekonomisk förlust vid inträffande av *Credit Events*. Även i engelsk rätt kan faktiska omständigheter i vissa kreditderivatavtal ibland vara sådana att skyddsköpare ägt det underliggande instrumentet, dvs. agerat i egenskap av fordringsägare till den underliggande enheten både vid avtalsingående och under hela avtalstiden. Sådana faktiska omständigheter borde inte påverka bedömningar av skillnaderna mellan dessa två avtalstyper i engelsk rätt. En skyddsköpare har enligt avtalsbestämmelserna alltid rätt att sälja det underliggande instrumentet under avtalstiden eller att överlåta på skyddssäljaren ett annat underliggande instrument om det handlar om *Physical Delivery*. Skyddsköparen behöver inte alls äga det underliggande instrumentet och han kan spekulera i inträffandet av *Credit Events* och prisändringar som den kan resultera i. Dessa skillnader gör att kreditderivatavtal inte kan likställas med försäkringsavtal.

Analysen ovan visar att det inte finns några restriktioner i engelsk rätt för olika aktörer att ingå kreditderivatavtal i egenskap av skyddsköpare. Alla de som behöver kreditriskskydd för sina kreditrisker eller vill spekulera med kreditrisker får köpa kreditriskskydd, medan de som säljer kreditriskskydd kan eventuellt vara hindrade att göra detta på grund av regler som styr deras verksamheter. Analysen ovan visar att sådana hinder egentligen inte existerar i engelsk rätt för banker och finansieringsbolag medan försäkringsbolag anses vara hindrade att ingå kreditderivatavtal på grund av regler som utfärdats av *FSA*. Detta är emellertid inte säkert eftersom det finns sådana kreditderivatavtal som liknar kreditförsäkringsavtal och innehåller de två viktigaste avtalselement som kännetecknar försäkringsavtal, nämligen försäkringsbart intresse och ekonomisk förlust på skyddsköparens sida. I sådana kreditderivatavtal äger skyddsköparen det underliggande instrumentet både vid avtalsingående och under hela avtalstiden. Av den anledningen går det inte att utesluta möjligheten att sådana enstaka kreditderivatavtal bedöms som kreditförsäkringsavtal. Detta är emellertid inte säkert eftersom *FAS* ställt sig negativt till försäkringsverksamhet som inte består av försäkringsavtal. Om faktiska omständigheter gör att ett kreditderivatavtal liknar ett kreditförsäkringsavtal på det sätt som beskrivits ovan, kan bedömningen av parternas rättigheter och skyldigheter som betydligt skiljer sig från försäkringsavtal ändå leda till slutsatsen att ett försäkringsbolag brutit mot lagen. Dessa slutsatser skiljer sig alltså från slutsatserna som gjorts ovan i samband med svensk rätt.

Även i engelsk rätt finns det civilrättsliga påföljder om avtal om kreditderivat ingåtts av aktörer som inte får ingå sådana avtal. Civilrättsliga påföljder består i att skyddssäljare som brutit mot lagen inte kan göra ett sådant avtal gällande mot skyddsköparen. Detta innebär att skyddssäljaren inte kan kräva sina rättigheter enligt avtalet. Skyddsköparen däremot har

möjlighet att antingen kräva sina rättigheter enligt avtalet eller häva det och kräva skadestånd. Även dessa civilrättsliga påföljder skiljer sig från de civilrättsliga påföljder som analyserats ovan i samband med svensk rätt.

2.15 Sammanfattning

Jämförelsen mellan kreditderivatavtal och försäkringsavtal som gjorts ovan visar att parternas rättigheter och skyldigheter inte är likadana beträffande dessa två avtalstyper. De viktigaste element som kännetecknar försäkringsavtal är försäkringsbart intresse som en försäkringstagare måste ha vid avtalsingående och ekonomisk förlust på försäkringstagarens sida vid inträffande av den händelse som utlöser försäkringsgivarens betalningsförpliktelse. Dessa två element kännetecknar försäkringsavtal både i svensk- och engelsk rätt. Avtal om kreditderivat saknar dessa två viktigaste element vilket ger grund för slutsatsen att avtal om kreditderivat och kreditförsäkringsavtal inte utgör samma avtalstyp även om deras syfte vilket är kreditrisköverföring är identisk. Kreditderivatavtal möjliggör dessutom en bredare hantering av kreditrisker i form av spekulationer eller i form av uppgörelser och utbetalningar till skyddsköpare som inte lidit någon förlust eller skada.

Det har konstaterats ovan att i fall där skyddsköparen ägt det underliggande instrumentet vid avtalsingåendet och under hel avtalstiden visar sådana kreditderivatavtal stora likheter med kreditförsäkringsavtal. Dessa likheter kan vara anledning till att ett sådant kreditförsäkringsliknande avtal klassificeras som försäkringsavtal vid en domstolsprövning. En sådan klassificering av kreditderivatavtal som försäkringsavtal skulle kunna resultera i allvarliga konsekvenser för den part som agerat i egenskap av skyddssäljare om denna avtalspart inte är ett försäkringsbolag. Juridiska resonemang som ligger till grund för en klassificering av kreditderivatavtal som försäkringsverksamhet skiljer sig i svensk- och engelsk rätt. Svensk rätt reglerar bank-, finansierings- och försäkringsrörelse genom lagstiftning som är flexibel, särskilt därför att det anses vara svårt att definiera försäkringsrörelse och dra en klar gräns mellan denna rörelsetyp och bankrörelse eller finansieringsrörelse. Denna gränsdragning blir ännu svårare med hänsyn till att svenska försäkringsbolag får driva finansieringsrörelse vilken kan inkludera även kreditderivatavtal. Även de övriga svenska rättskällorna, som förarbeten och rättspraxis, accepterar denna situation och tillåter möjligheten att vissa försäkringsverksamheter får drivas av aktörer som inte är försäkringsbolag. Ändå finns det en risk att enstaka kreditförsäkringsliknande kreditderivatavtal tolkas som försäkringsavtal vilket skulle kunna resultera i sanktionering av en sådan aktör som inte har tillstånd att driva försäkringsverksamhet. En sådan sanktionering bör inte resultera i avtalens ogiltighet enligt analysen av svensk rätt och särskilt av svensk rättspraxis som gjorts ovan.

Engelsk rätt har gått längre i försök att dra gränslinjen mellan kreditderivat och försäkring. Denna fråga har diskuterats i doktrinen och även vissa myndigheter har uttryckt sina uppfattningar om detta i dokument som publicerats offentligt. Detta försök till gränsdragning har emellertid inte resulterat i någon större klarhet. Frågan om klassificering av kreditderivatavtal som kreditförsäkringsavtal har aldrig prövats av engelska domstolar vilkas rättsprejudikat utgör den viktigaste rättskällan i engelsk rätt. Liksom i svensk rätt finns det även i engelsk rätt en risk att enstaka kreditförsäkringsliknande avtal om kreditderivat klassificeras som försäkringsavtal. Detta skulle kunna resultera i väldigt allvarliga konsekvenser för banker och finansieringsbolag som för närvarande dominerar kreditderivatverksamheten på marknaden i London. Ytterligare ett element skiljer svensk rätt och engelsk rätt med avseende på denna problemställning, nämligen *FSAs* uppfattning att

engelska försäkringsbolag inte får syssla med kreditderivat. Även om denna uppfattning kan ifrågasättas verkar det vara så att försäkringsbolag nuförtiden rättar sig efter den. Till skillnad från den engelska uppfattningen ger svensk rätt ingen grund för en sådan slutsats. Slutligen kan man konstatera att engelska försök att dra en gränslinje mellan kreditderivat och försäkring inte resulterat i en klar lösning av denna fråga. Problemet ligger, precis som i svensk rätt, i oklarheten av begreppet försäkringsrörelse som inte är definierat i engelsk rätt.

När det gäller svensk rätt kommer denna avhandling till slutsatsen att avtal om kreditderivat inte är försäkringsavtal och att denna avtalstyp är lämplig för tillämpning i både i bank-finansierings- och försäkringsrörelse. Denna slutsats gäller i situationer när aktörer som driver sådana rörelser ingår kreditderivatavtal i egenskap av skyddssäljare, medan situationen där sådana aktörer agerar som skyddsköpare inte är skapar några juridiska problem. Att dra någon gräns mellan försäkringsrörelse å ena sidan och bank- och finansieringsrörelse å den andra, eller att försöka definiera försäkringsrörelse verkar vara nästan omöjligt i svensk rätt. Detta särskilt med hänsyn till att försäkringsbolag får driva finansieringsverksamhet vid sidan av försäkringsverksamhet, vilket innebär ”en branschglidning som har lett till en minskning av skillnaderna mellan olika typer av finansiella företag, framför allt mellan bank- och försäkringskoncerner”.¹ Slutligen skulle man kunna säga att både banker, finansierings- och försäkringsbolag måste följa utvecklingen i deras respektive verksamheter och nya metoder för riskspridning som globaliseringen och internationaliseringen av dessa verksamheter erbjuder. Kreditderivatavtal möjliggör en sådan riskspridning och denna avtalstyp bör stå till förfogande för samtliga aktörer som får användning av denna avtalstyp både i egenskap av skyddsköpare och av skyddssäljare.

¹ Prop. 2002/03:139 s.166

3. KREDITDERIVAT I FÖRHÅLLANDE TILL BORGEN

3.1 Inledning

I detta kapitel analyseras likheter och skillnader mellan kreditderivat och borgen. Denna jämförelse har betydelse för olika aktörer som ingår kreditderivatavtal i fall av tvist om vilken avtalstyp som gäller mellan avtalsparterna. Borgen visar likheter med kreditderivat under vissa omständigheter och dessa likheter kan skapa oklarhet huruvida det är borgen eller en annan avtalstyp som gäller mellan avtalsparterna. Klassificeringen av ett avtal i sådana tveksamma situationer kan vara avgörande för bedömningen av parternas rättigheter och skyldigheter.

3.2 Problemställning

Om man beskriver en situation där en avtalspart förbinder sig att till motparten utbetala ett visst belopp i fall att motpartens gäldenär underlåter att betala sin skuld till motparten kan denna situation uppfattas som borgen, kreditförsäkring och även i vissa fall som kreditderivat. Parternas huvudförpliktelser verkar vara identiska och det som eventuellt skiljer dessa avtal är de övriga avtalsförpliktelserna. Rubriken som använts i ett avtal kan ha en viss betydelse vid bedömningen av parternas rättigheter och skyldigheter enligt avtalet men det är innehållet i avtalet som är avgörande för bestämmandet av avtalets juridiska natur. Om detta innehåll inte är klart kan parternas åtaganden bli föremål för en tvist. Borgens likheter med t.ex. kreditförsäkring har redan varit föremål för en tvist i svensk rätt¹ och det är inte uteslutet med en tvist angående huruvida ett kreditderivatavtal i själva verket är ett borgensåtagande eller tvärtom.

Även om borgen delvis är reglerad i lagen kan man ändå konstatera att stora delar av borgensinstitutet egentligen inte är reglerade.² Dessutom anses lagstiftningen som reglerar borgen³ föråldrad och förarbetena till denna lagstiftning från 1734 ger inte mycket hjälp vid tolkningen av dessa lagregler.⁴ Situationen avseende gränsdragningen mellan borgen och andra åtaganden kan illustreras med följande citat: "Borgens ändamål är, som framhållits i olika sammanhang, i allmänhet att säkra en annan (fysisk eller juridisk) persons förpliktelser. Betydelsen av karakteriseringen bör inte överdrivas. Gränsen mellan borgen och andra utfästelser är flytande....om någon har iklätt sig ovillkorligt ansvar för viss fullgörelse ehuru huvudgäldenären endast åtagit sig motsvarande fullgörelse på visst villkor, kan inte gärna det förra åtagandet anses överksamt därför att det inte passar in så bra under begreppet borgen.

¹ Skiljedom mellan Svensk Exportkredit AB och Svenska Kredit AB som analyserats av L. Gorton, Något om gränsdragningen mellan borgen och kreditförsäkring, Festskrift till Börje Dahl, Köpenhamn, 1994, s. 85 -112.

² G. Millqvist, Rättslig kontroll av borgensåtagande genom avtalstolkning, Svensk Juristtidning 1990, s. 253.

³ Handelsbalken 10:8-12

⁴ T. Ingvarsson, Borgensliknande säkerhetsrätter, Stockholm, 2000, s. 23.

Man får tillämpa åtagandet sådant det föreligger och använda borgensreglerna så långt de passar, med de avvikelser i övrigt som följer av åtagandets speciella innehåll.”¹

Om det råder osäkerhet om vilken avtalstyp som gäller mellan avtalsparterna blir klassificeringen av ett sådant avtal avgörande för bedömningen av parternas rättigheter och skyldigheter. Ett beslut i en sådan tvist kan leda till oförväntade resultat för en avtalspart. En domstol kan komma till slutsatsen att avtalet i fråga är en annan avtalstyp än den typ som denna part åsyftat vid avtalsingåendet. Denna part kan då förlora tvisten därför att denne underlåtit att prestera något som vanligtvis anses vara en vanlig prestation i den andra avtalstypen men inte varit stipulerad i avtalet i fråga. Denna part har i en sådan situation aldrig varit medveten om sin skyldighet att prestera. Analysen som följer i detta avsnitt försöker klargöra sådana situationer i förhållandet mellan kreditderivat och borgen.

I det föregående kapitlet där kreditderivat jämförts med kreditförsäkring var klassificeringen av avtalet viktig, särskilt i samband med de förvaltningsrättsliga konsekvenserna avseende rörelsefrågor och sanktionering av vissa aktörer. I den nu aktuella jämförelsen mellan kreditderivat och borgen är förvaltningsrättsliga aspekter inte avgörande eftersom både banker, finansierings- och försäkringsbolag får ingå garantiavtal enligt lagstiftningen om bank-, och finansieringsrörelse. En klassificering av kreditderivat som borgen skulle alltså inte kunna resultera i några förvaltningsrättsliga konsekvenser. En klassificering av en borgen som kreditderivat skulle inte heller kunna resultera i några allvarliga förvaltningsrättsliga påföljder. Detta med hänsyn till den slutsats som dragits i det föregående kapitlet där det konstaterats att både banker, finansierings- och försäkringsbolag får ingå kreditderivatavtal.

Det finns en annan aspekt av förhållandet mellan avtal om kreditderivat och avtal om garanti som avser kapitaltäckningsregler för banker.² Denna aspekt blev aktuell i slutet av 90-talet i samband med diskussionen om utformning av dessa regler. Kapitaltäckningsregler, som i de flesta länder förekommer i form av lagbestämmelser, föreskriver att kreditinstitut och värdepappersbolag måste ha en minimikapitalbas som räknas ut i förhållande till bland annat utlåningen. Genom en sådan kapitalbas skapas en viss kapitalreserv så att ett kreditinstitut kan fullgöra sina betalningsskyldigheter mot sina borgenärer och även täcka oförväntade förluster. På så sätt undviker man insolvenssituationer och konkurser.

Dessutom reglerades i slutet av 90-talet även hur banker och övriga finansiella institutioner skulle redovisa olika kreditderivatstransaktioner beroende på vilken roll som institutionen i fråga haft i en transaktion.³ I detta sammanhang var det också viktigt att bedöma om en transaktion skulle tas upp i *banking book* eller *trading book* vilket beror på transaktionens natur. I vissa fall där institutionen i fråga haft skyddssäljarens roll skulle denna transaktion tas upp i en bok och i vissa där institutionen i fråga haft skyddsköparens roll skulle denna transaktion tas upp i den andra boken.⁴ Det finns inte en ordagrann översättning av begreppen *trading book* och *banking book* på svenska utan i Sverige använder man begreppet ”handelslager” för *trading book* och ”övrig verksamhet” för *banking book*. Något förenklat kan man säga att handelslagret utgörs av positioner i finansiella instrument som ett institut

¹ G. Walin, Borgen och tredjemanspant, 2 uppl., Stockholm 1996, s. 149.

² S. Das, The CDO Market, FOW Derivatives Intelligence for the Risk Professional, No.393, February 2004, s. 47.

³ Pünder, Vollhard, Weber & Axter, Frankfurt, Capital burden relief through credit derivatives, International Financial Law Review, November 1998.

⁴ Travers Smith Braithwaite, London, Supervisory treatment of credit derivatives, International Financial Law Review, October 1998; J. Lawless, Irish legal issues affects credit derivatives, International Financial Law Review, September 1998.

tagit för att på kort sikt försöka göra en vinst eller för att skydda andra positioner i handelslagret. Allt som inte hör till handelslagret omfattas av övrig verksamhet. Detta är endast en kort och förenklad beskrivning av dessa två begrepp eftersom denna avhandling inte analyserar dessa frågor.

Det som väckt diskussionen om likheter mellan avtal om kreditderivat och borgen var egentligen frågan om hur banker och andra finansiella institutioner skulle redovisa och ta upp dessa två avtalstyper i sina böcker. Det fanns uppfattningen att avtal om kreditderivat i detta sammanhang skulle behandlas på samma sätt som borgen¹ vilket var anledningen till att analysera likheter och skillnader mellan dessa två avtalstyper. Diskussionen om kapitaltäckningsregler pågår fortfarande och dessa regler kommer inte att analyseras i denna avhandling. Bokföringsreglerna är inte föremål för denna avhandling heller.

3.3 Likheter och skillnader mellan kreditderivat och borgen

Inledningsvis är det nödvändigt att förklara att analysen av likheter och skillnader mellan kreditderivat och borgen som följer nedan avser endast proprieborgen. En proprieborgen där borgensmannen svarar för gäldenärens förpliktelse ”såsom för egen skuld”² kallas också för primärt ansvar och skiljer sig väsentligt från det subsidiära ansvaret. Om en borgensman åtagit sig ett primärt ansvar för gäldenärens skuld kan borgenären fritt välja om han vill rikta sitt betalningskrav mot gäldenären eller mot borgensmannen. Detta kan borgenären göra om gäldenären inte fullgjort sin betalningsförpliktelse eller en annan prestation i rätt tid. De element som kännetecknar proprieborgen påminner om en situation i kreditderivatavtal där skyddsköparen ägt det underliggande avtalet vid avtalsingåendet och under hela avtalstiden. Om en *Credit Event* inträffar kan även skyddsköparen välja att kräva betalning från sin gäldenär, vilken i detta fall kallas för den underliggande enheten, eller från skyddssäljaren.

En enkel borgen är inte intressant för denna jämförelse eftersom borgenären kan ta borgen i anspråk först efter att gäldenärens oförmåga att fullgöra sin förpliktelse ”dokumenterats på ett kvalificerat sätt”.³ Detta kvalificerade sätt innebar i tidigare praxis att gäldenärens insolvens måste styrkas antingen genom ett misslyckat utmätningförsök eller genom att gäldenären försätts i konkurs i vilket fall borgen får tas i anspråk innan konkursen avslutats.⁴ I sådana situationer skall borgenären uppvisa en konkursbouppteckning eller en redogörelse eller ett intyg från konkursförvaltaren att ingen eller endast delvis utdelning för fordringen kan erhållas, för borgensmannen.⁵ Enkel borgens subsidiära natur och borgenärens skyldighet att försöka driva in sin fordran visar ingen likhet med kreditderivatavtal. En skyddsköpare i avtal om kreditderivat behöver inte kräva någon betalning från den underliggande enheten även i fall där han äger det underliggande instrumentet. Skyddsköparen kan nöja sig med inträffandet av en *Credit Event* och publicering av denna händelse i media. Av den anledningen koncentreras jämförelsen mellan kreditderivat och borgen som följer nedan endast till proprieborgen.

En av borgens viktigaste kännetecken är dess accessoritet i förhållande till huvudförbindelsen. Även om det finns några avvikande specialfall är både doktrinen och praxis eniga om borgens

¹ C. Whiteley, s. 681.

² HB 10:9

³ G. Walin, Borgen, s. 29.

⁴ NJA 1990 s. 245.

⁵ T. Ingvarsson, s. 53.

accessoriska karaktär.¹ Detta innebär att borgen inte gäller om huvudförbindelsen är ogiltig. Frågan om borgen gäller även i förhållande till ogiltiga huvudförbindelser har diskuterats i svensk litteratur och det finns en uppfattning att det skulle vara möjligt att gå i borgen för rättsligt ogiltiga förbindelser.² En omständighet som diskuterats som ett argument för att en borgensman blir bunden i fall när huvudförbindelsen blir ogiltig är borgensmannens passivitet eller likgiltighet avseende frågan om huvudförbindelsens giltighet. Borgensmannens skyldighet att undersöka giltigheten av huvudförpliktelsen vid ingående av borgen har diskuterats och det finns olika uppfattningar om hur borgensmannen bör agera i sådana situationer. Enligt en uppfattning bör borgensmannen svara för en ogiltig huvudförpliktelse om han ”kände eller bort känna till dess ogiltighet”.³ Denna omständighet har emellertid inte accepterats som grund för slutsatsen att borgen inte är accessorisk. Det finns en uppfattning att sådana situationer där borgensmannen kan vara bunden av borgen i förhållande till en ogiltig huvudförpliktelse kan förklaras på annat sätt. Detta bör inte påverka den generella slutsatsen att borgen är accessorisk i förhållande till huvudförbindelsen.⁴

Den korta beskrivningen ovan leder till slutsatsen att borgen är accessorisk men att i vissa specialfall kan den gälla även för rättsligt ogiltiga huvudförbindelser.

Kreditderivat å andra sidan är inte accessoriska avtal i förhållande till betalningsförpliktelser av den underliggande enheten. Detta regleras i *Section 4.1 ISDA Credit Derivatives Definitions* som föreskriver att ogiltighet, en påstådd ogiltighet eller bestridande av den underliggande enhetens betalningsförpliktelse inte påverkar inträffande av *Credit Event*. Detta innebär att skyddssäljaren i ett kreditderivatavtal måste betala till skyddsköparen oavsett om den underliggande enhetens betalningsförpliktelse ogiltighetsförklarats genom t.ex. ett domstolsbeslut. Det som är avgörande för kreditderivat är att en eller flera *Credit Events* publicerats i media och endast detta faktum bestämmer om skyddssäljaren är skyldig att fullgöra betalningen till skyddsköparen.

Det framgår alltså att borgen och kreditderivat skiljer sig avseende deras accessoriska respektive självständiga natur i förhållande till huvudförbindelser. I de flesta fall anses borgen vara accessorisk och kreditderivat självständigt i förhållande till en huvudförbindelse. Detta gäller inte situationer som nämnts ovan där borgen gäller även i förhållande till ogiltiga huvudförbindelser. I sådana situationer uppvisar dessa två avtalstyper vissa likheter.

Borgens accessoriska natur i förhållande till huvudförpliktelsen är inte fastställt i lagen utan i andra rättskällor dvs. i doktrinen och i praxis. Av den anledningen kan borgens accessoritet i förhållande till huvudförbindelsen inte uppfattas som tvingande och det borde vara fritt för parterna att avtala att borgen skall gälla oavsett huvudförpliktelsens ogiltighet. Frågan är om det finns en borgensman som skulle acceptera en sådan borgen eftersom ett sådant villkor är ovanligt i ett borgensåtagande. Det kan hända att en borgensman tar s.k. dokumentationsansvar för den underliggande förbindelsen genom att granska och godkänna avtalsdokumentation mellan borgenären och gäldenären, genom att kräva vissa ändringar i denna dokumentation, eller genom att ställa krav i samband med dokumentationens utformning. Om det senare visar sig att avtalet mellan borgenären och gäldenären varit

¹ G. Wallin, *Borgen och tredjemanspant*, 2 uppl., Stockholm, 1996, s. 75 ff, 89; T. Ingvarsson, *Borgensliknande säkerhetsrätter*, Stockholm, 2000, s.40 ff; S. Bergström, G. Lennander, *Kredit och säkerhet*, 7 uppl., Uppsala, 1997, s. 70; NJA 1996 s. 560.

² G. Walin, *Borgen*, s. 75.

³ G. Walin, *Borgen*, s. 82.

⁴ T. Ingvarsson, s. 43.

ogiltigt kan borgenären åberopa borgensmannens dokumentationsansvar och kräva betalning oavsett avtalets ogiltighet. Det är inte omöjligt att det finns en sådan borgensman som vill ta denna risk eftersom det redan finns sådana skyddssäljare som accepterar kreditderivats villkor att fullgöra betalning till en skyddsköpare i enlighet med *Section 4.1 ISDA Credit Derivatives Definitions* oavsett om det underliggande instrumentet är ogiltigt. Det som är avgörande i sådana situationer är endast storleken på det belopp som en skyddssäljare eller borgensman får som vederlag för att acceptera ett sådant åtagande. Det finns alltså inga tvingande regler som förbjuder ett sådant åtagande från borgensmannens sida och åtagandet av detta slag är inte ogiltigt i sig. Om en borgensman accepterar ett sådant åtagande att borgen gäller oavsett huvudförbindelsens ogiltighet visar denna borgen en stor likhet med kreditderivat. Man skulle kunna tillägga att, under vissa omständigheter, ett dokumentationsansvar skulle kunna vara underförstått om borgensmannen granskar avtalsdokumentationen. Om en borgensman inte vill ta detta ansvar utan vill behålla borgens accessoriska relation till huvudförpliktelsen men ändå vill granska det underliggande avtalet brukar man i så fall inkludera en särskild bestämmelse i borgensåtagandet. En sådan bestämmelse utesluter uttryckligen borgensmannens dokumentationsansvar och stipulerar att borgen inte skall gälla om huvudförpliktelsen visar sig vara ogiltig.

I detta sammanhang skulle man kunna nämna att borgen ibland uppfattas som ett benefikt åtagande¹ men borgensliknande garantier, särskilt de som utfärdas av banker, inkluderar ett vederlag till banken för dess borgensåtagande. Eftersom kreditderivatavtal alltid inkluderar betalning av premie från skyddsköparen till skyddssäljaren avser denna analys endast kommersiella borgensåtaganden där borgensmannen är en bank eller en annan aktör som tar betalt för sitt borgensåtagande. Sådana borgensåtaganden och kreditderivatavtal visar alltså likheter avseende betalning av ett vederlag till motparten i gengäld för övertagande av kreditrisker. En bank som går i borgen eller med andra ord utfärdar en garanti kan eventuellt acceptera även risken att garantin gäller om huvudförbindelsen visar sig vara ogiltig på grund av en bristande dokumentation som i fallet ovan. Detta beror som sagt på vederlagets storlek och bankens riskbedömning. Benefika borgensåtaganden av privata personer inkluderar oftast inte något vederlag vilket gör att sådana borgensåtaganden skiljer sig både från borgensåtaganden som analyserats ovan och från kreditderivat. Av den anledningen jämförs inte benefika borgensåtaganden med kreditderivatavtal i denna avdelning.

Borgens accessoritet har en annan aspekt, nämligen att ändringar av huvudförbindelsen kan resultera i att borgensåtagandet inte längre gäller.² Detta gäller särskilt om en ny gäldenär ersätter den ursprungliga gäldenären i huvudförbindelsen eftersom det inte betraktas som samma förbindelse som tidigare. En sådan ändring kan ske genom att den ursprungliga gäldenären slås samman med en annan juridisk person eller genom andra statusändringar.³ Hur ställer sig kreditderivatavtal till sådana förändringar av den underliggande förbindelsen, särskilt i situationer där den ursprungliga underliggande enheten ersätts av en ny underliggande enhet? Denna situation regleras i *Section 2.2 ISDA Credit Derivatives Definitions* på ett relativt komplicerat sätt. Denna avtalsbestämmelse, som heter *Provisions for Determining a Successor*, försöker fastställa kriterier för bestämmandet av vilken enhet som skall anses vara efterträdare till den ursprungliga underliggande enheten. Denna metod gäller endast för parternas behov i samband med ett konkret kreditderivatavtal. Bestämmelsen för bestämmande av efterträdare av den underliggande enheten har kritiserats för sin oklarhet vilket analyserats i kapitlet om dokumentation för kreditderivatavtal i denna avhandling.

¹ S. Bergström, Några problem rörande bankgaranti, Festskrift till H. Karlgren, Stockholm 1964, s.26

² G. Wallin, Borgen s. 87; T. Ingvarsson, s.43.

³ T. Ingvarsson, s.43.

Påföljder för byte av gäldenär i huvudförpliktelsen visar alltså skillnaden mellan borgen och kreditderivat. När det gäller borgen kan detta resultera i att borgensförbindelsen upphör medan denna omständighet inte påverkar kreditderivatavtalet.

Ändringar av gäldenärens betalningsförpliktelse kan också ha olika konsekvenser för borgen och kreditderivat. Om en huvudförpliktelse ändras utan borgensmannens godkännande kan detta resultera i att borgen inte längre gäller.¹ Om en ändring av *Reference Obligation* sker utgör detta en *Credit Event* vilken utlöser skyddssäljarens betalningsskyldighet till skyddsköparen. Denna *Credit Event* kallas för *Restructuring* och får göras gällande av avtalsparter i kreditderivat om den blivit publicerad i media. Dessa konsekvenser av en avtalsändring skiljer sig alltså väsentligt åt avseende borgen och kreditderivat.

Ett annat kännetecken som är karakteristisk för borgen är borgensmannens regressrätt. En borgensman som fullgjort en betalning eller en annan prestation i förhållande till borgenären kan regressvis rikta sitt krav till gäldenären för att få kompensation för det som utgivits.² Det finns ingen lagbestämmelse som stadgar borgensmannens regressrätt men denna regressrätt har som huvudregel existerat sedan länge.³ Det är alltså allmänt accepterat att borgensmannen har denna regressrätt i förhållande till gäldenären.⁴

Det finns vissa förutsättningar som måste vara uppfyllda för att borgensmannen skall få regressrätt mot gäldenären. Den första förutsättningen är att borgensmannen måste fullgöra den prestation som gäldenären inte fullgjort. En annan förutsättning för borgensmannens regressrätt mot gäldenären är att gäldenären helt eller delvis blir befriad från sin skyldighet att prestera till borgenären och att detta beror på att borgensmannen fullgjort sin förpliktelse.⁵

Borgensmannens regressrätt visar en svag likhet med skyddssäljarens rätt att få det underliggande instrumentet överlåtet på sig vid *Physical Delivery* i ett avtal om kreditderivat. Vid en sådan fysisk uppgörelse, som sker efter inträffande av en *Credit Event*, överlåter skyddsköparen det underliggande instrumentet på skyddssäljaren men situationen vid denna överlåtelse är komplicerad. Skillnaden mellan borgen och kreditderivat är att skyddsköparen inte är skyldig att överlåta på skyddssäljaren just *Reference Obligation*, alltså den betalningsförpliktelse (det underliggande instrumentet) av den underliggande enheten som *Credit Event* och *Publicly Available Information* avser. Skyddssäljaren betalar till skyddsköparen det nominella värdet av *Reference Obligation* men skyddsköparen får överlåta på skyddssäljaren även andra betalningsförpliktelser av den underliggande enheten. Dessa betalningsförpliktelser kallas för *Deliverable Obligations* och de kan skilja sig från *Reference Obligation* avseende förfallodatum och det avtalstyp de grundar sig på. Det är t.ex. möjligt att ett kreditderivatavtal avser den underliggande enhetens betalningsförpliktelse enligt ett obligationslån till ett visst belopp. Denna betalningsförpliktelse är alltså *Reference Obligation* och en *Credit Event*, som publicerats i media, avser just denna betalningsförpliktelse. I denna situation kräver skyddsköparen fysisk uppgörelse med skyddssäljaren och skyddssäljaren betalar det nominella värdet av *Reference Obligation* till skyddsköparen. Skyddsköparen överlåter på skyddssäljaren en annan betalningsförpliktelse av den underliggande enheten t.ex. återbetalning av ett lån som har annorlunda förfallodatum än obligationerna som nämnts

¹ T. Ingvarsson, s.45.

² T. Ingvarsson, s. 57.

³ G. Wallin, Borgen, s.196; T. Ingvarsson, s. 58; S. Bergström, G. Lennander, s. 53.

⁴ G. Walin, Borgen, s. 196; T. Ingvarsson, s. 58; S. Bergström, G. Lenander, s. 53.

⁵ T. Ingvarsson, s. 60-61.

ovan. Skyddsköparen har rätt att göra så eftersom ett lån har inkluderats i kreditderivatavtalet som *Deliverable Obligation*. Det är typiskt för kreditderivatavtal att *Deliverable Obligations* inkluderas i avtalet och att sådana avtal inte avser endast *Reference Obligation*.

Den komplicerade avtalsstruktur som kännetecknar kreditderivatavtal har uppenbarligen väldigt lite gemensamt med borgensmannens regressrätt i ett borgensåtagande. Regressrätten avser alltid den förpliktelse som gäldenären var skyldig i förhållande till borgenären och borgenären kan inte erbjuda att på borgensmannen överlåta gäldenärens andra förpliktelser. Borgensmannens regressrätt gäller som en rättsprincip och den avser alltid en bestämd förpliktelse och det finns inga variationer avseende regressrättens innehåll. Borgenären behöver alltså inte formellt överlåta sin fordran på borgensmannen utan borgensmannen har rätt att kräva betalning från gäldenären enligt den nämnda rättsprincipen.

Analysen ovan visar att regressrätt som kännetecknar borgen inte kännetecknar avtal om kreditderivat. Det gäller både kreditderivat där avtalsparter avtalar om *Cash Settlement* och *Physical Delivery* som uppgörelsemetod. En *Cash Settlement* inkluderar ingen överlåtelse av något underliggande instrument på skyddssäljaren och i detta fall finns det ingen likhet mellan borgen och kreditderivat. En *Physical Delivery* innebär överlåtelse av andra betalningsförpliktelser av den underliggande enheten än *Reference Obligation* vilket betydligt skiljer sig från borgensmannens regressrätt.

I detta sammanhang kan man nämna också borgensmannens upplysningsplikt avseende gäldenärens betalningssvårigheter. Under senare år har HD i några enstaka beslut¹ behandlat denna fråga och det verkar vara så att borgensmannens upplysningsplikt numera blivit en huvudregel. I ett nyligen publicerat beslut har Svea Hovrätt² utgått från att det åligger borgenären att hålla borgensmannen underrättad om gäldenärens betalningssvårigheter. Borgenärens förpliktelser att på olika sätt skydda borgensmannens intresse har också prövats i svensk rättspraxis³ och i litteratur.⁴ Utan att gå djupare i dessa borgensmannens förbindelser är det möjligt att direkt konstatera att dessa förbindelser inte har något gemensamt med skyddsköparens förbindelser enligt avtal om kreditderivat. Skyddsköparen har varken skyldighet att skydda skyddssäljarens intressen under avtalstiden eller upplysningsskyldighet gentemot skyddssäljaren. Skyddsköparen har endast två viktigare förpliktelser enligt kreditderivatavtal nämligen att betala premie till skyddssäljaren och att eventuellt överlåta det underliggande instrumentet på skyddssäljaren i fall av fysisk uppgörelse. I fall av kontant uppgörelse kan skyddsköparen helt enkelt kräva betalning från skyddssäljaren utan någon prestation från sin sida. Borgenärens upplysningsskyldighet och skyldighet att skydda borgensmannens intressen finns alltså inte i kreditderivatavtal vilket utgör ytterligare en skillnad mellan dessa två avtalstyper.

Efter jämförelse av borgens viktigaste kännetecken med kreditderivats motsvarande kännetecken kan man konstatera att det finns fler skillnader än likheter mellan dessa två avtalstyper. Det gäller i första hand borgens accessoritet och kreditderivats självständighet i förhållande till den underliggande huvudförpliktelser. Regressrätten som kännetecknar borgen påminner om skyddsköparens överlåtelse av det underliggande instrumentet i kreditderivat men innehållet av denna överlåtelseförpliktelse skiljer sig från regressrättens

¹ NJA 1992 s. 351; NJA 1997 s. 813 och NJA 1998 s. 852

² T 9968-04

³ NJA 1989 s. 269; NJA 1991 s. 277; NJA 1993 s. 163 och NJA 1994 s. 381

⁴ L. Gorton, Något om gränsdragningen mellan borgen och kreditförsäkring, Festskrift till Börje Dahl, Köpenhamn, 1994, s. 85 -112; Å. Tegin, Kredithandboken 2 uppl., Stockholm 1997, s. 281 ff

innehåll. Även borgensmannens övriga förpliktelser som i korthet nämnts ovan visar en skillnad mellan dessa två avtalstyper.

Efter att man konstaterat att finns stora skillnader mellan borgen och kreditderivat kan man ställa frågan om det kan finnas ett kreditderivatavtal som har fler likheter med borgen? Svaret på denna fråga är att det inte är omöjligt att skyddsköparen och skyddssäljaren avtalar att det underliggande instrumentet blir endast *Reference Obligation* och att endast denna betalningsförpliktelse av den underliggande enheten blir den enda tillåtna betalningsförpliktelse som kan överlätas på skyddssäljaren i fall av fysisk uppgörelse. Dessutom kan det hända att skyddsköparen ägt denna *Reference Obligation* vid avtalsingåendet och under hela avtalstiden. Ett sådant kreditderivat skulle vara ovanligt men inte omöjligt och då skulle detta avtal visa större likheter med borgen. I denna avtalsstruktur saknas ändå ett element som är ett av borgens viktigaste kännetecken, nämligen accessoritet. Borgen är som sagts accessorisk medan den avtalsstruktur som beskrivits ovan fortfarande är självständig eftersom kreditderivat ignorerar helt ogiltighetsaspekten av det underliggande instrumentet. Av den anledningen är det svårt att hitta större likheter mellan dessa två avtalstyper även i fall av ett kraftigt modifierat kreditderivat.

Självständighet är kreditderivatets väsentliga kännetecken och hela avtalsstrukturen är uppbyggd på så sätt att frågor om ogiltighet av det underliggande instrumentet undviks mellan avtalsparter. Detta åstadkommer parterna genom definitioner av *Credit Events* och fastställande av dessa händelser genom publicering i media.

Avslutningsvis kan konstateras att proprieborgen inte visar större likheter med kreditderivat särskilt på grund av sin accessoriska natur. Eftersom kreditderivat är självständiga avtal i förhållande till huvudförbindelser utgör denna kreditderivatets egenskap den viktigaste anledningen till att kreditderivat inte kan klassificeras som proprieborgen.

En slutsats angående tillämpligheten av borgensregler i svensk rätt på kreditderivatavtal skulle kunna grundas på Wallins citat som också var utgångspunkt för denna analys. Detta citat säger att: ”Gränsen mellan borgen och andra utfästelser är flytande....om någon har iklätt sig ovillkorligt ansvar för viss fullgörelse ehuru huvudgäldenären endast åtagit sig motsvarande fullgörelse på visst villkor, kan inte gärna det förra åtagandet anses överksamt därför att det inte passar in så bra under begreppet borgen. Man får tillämpa åtagandet sådant det föreligger och använda borgensreglerna så långt de passar, med de avvikelser i övrigt som följer av åtagandets speciella innehåll.”¹ Analysen ovan visar att kreditderivat och borgen inte har många gemensamma element. Det finns en svag likhet mellan borgensmannens regressrätt och skyddsköparens överlåtelseförpliktelse av det underliggande instrumentet vid fysisk uppgörelse men det finns mycket större skillnader mellan dessa två avtalstyper. Dessa skillnader utgör grund för slutsatsen att kreditderivat ”inte passar så bra under begreppet borgen”. Av den anledningen är det svårt att i svenska rättskällor som reglerar borgen hitta regler som skulle kunna tillämpas på avtal om kreditderivat.

3.4 Slutsats – jämförelse mellan borgen och kreditderivat

Jämförelsen som gjorts ovan visar att det finns två viktiga skillnader mellan borgen å ena sidan och kreditderivat å den andra. Borgen är accessorisk i förhållande till huvudförpliktelsen och dessutom har borgensmannen regressrätt mot gäldenären. Kreditderivatavtal är som sagt

¹ G. Walin, Borgen och tredjemanspant, 2 uppl., Stockholm 1996, s. 149.

självständiga i förhållande till huvudförpliktelsen och skyddssäljaren har ingen regressrätt mot den underliggande enheten.

I diskussionen om gränsdragning mellan olika avstaslyper anses det att det är viktigt att fastställa avtalets funktion och de faktiska omständigheterna i varje enskilda fall.¹ En borgen har en säkerhetsfunktion, en remburs t.ex. har en betalningsfunktion² medan en självständig garanti har en betalningsfunktion i form av en mer eller mindre ovillkorlig betalningsförpliktelse som även innehåller en skuldebrevsliknande formulering *on demand* – vid anfordran.³

Vilken funktion har avtal om kreditderivat? Svaret på denna fråga är att kreditderivat förmodligen har flera funktioner. Detta kan illustreras med ett par exempel. I det första exemplet kan man tänka sig en skyddsköpare som har en större fordran på en kinesisk bank t.ex. i form av remburs som skall betalas i likadana belopp under fem år. Efter att två år har passerat har denna skyddsköpare börjat känna osäkerhet angående bankens finansiella ställning med hänsyn till den snabbt växande kinesiska ekonomin och dåliga erfarenheter av den stora ekonomiska kris som i slutet av 1990-talet drabbade vissa andra snabbt växande asiatiska ekonomier. I denna situation kan skyddsköparen inte kräva från den kinesiska banken en garanti från en utländsk bank eftersom den kinesiska banken inte är skyldig att skaffa en sådan garanti enligt avtalet. Skyddsköparen kan varken teckna en kreditförsäkring eller hitta kreditderivatskydd för den kinesiska banken eftersom det inte finns försäkringsbolag eller banker som vill ta denna risk. I denna situation bestämmer sig skyddsköparen att köpa kreditriskskydd mot kinesiska statens obligationer för de tre återstående åren av sin fordran på den kinesiska banken. Han köper skydd mot kinesiska statliga obligationer för det belopp som återstår till betalning av hans fordran på den kinesiska banken. Skyddssköparen resonerar så att kinesiska banker ägs eller kontrolleras av den kinesiska staten och att en eventuell finansiell kris skulle drabba den kinesiska staten lika hårt som de kinesiska bankerna. Skyddsköparen räknar med att han i en finansiell kris kommer att få ersättning för kreditderivat på kinesiska statsobligationer och att detta belopp skulle kunna täcka en eventuell förlust på den kinesiska banken för vilken han inte har någon risktäckning. Denna konstruktion är inte en direkt täckning av skyddsköparens kreditrisk men han nöjer sig med denna lösning med hänsyn till att dessa två risker är starkt korrelaterade. Han räknar också med att informationskällor om kinesiska statens obligationsskuld är pålitliga och tillgängliga på en internationell nivå så att han lätt kan få information om eventuella *Credit Events*. Skyddsköparen äger alltså inga kinesiska statens obligationer och har inte för avsikt att köpa dem utan avtalar om kontant uppgörelse med skyddssäljaren. Skyddsköparen köper alltså ett indirekt skydd för sin kreditrisk på den kinesiska banken, utan att ha någon fordran mot den kinesiska staten.

Kreditderivatets funktion som beskrivits ovan kan beskrivas som säkerhetsliknande men denna beskrivning är inte helt korrekt. Skyddsköparens rättsförhållande med den kinesiska banken har ingenting att göra med det kreditderivatavtal där kinesiska staten är den underliggande enheten. En säkerhet, både av accessorisk och av självständig karaktär, har något samband med den underliggande huvudförpliktelsen men i detta exempel finns det inget samband mellan dessa två skyddsköparens avtal. Det som skyddsköparen gör i exemplet ovan är att han balanserar sin portfölj under tre år utifrån sina antaganden om utveckling av den

¹ L. Gorton, Suretyship and guarantees – some Swedish viewpoints, Tidskrift utgiven av Juridiska föreningen i Finland, 2001, s.587.

² L. Gorton, Suretyship and guarantees – some Swedish viewpoints, s.579.

³ L. Gorton, Garantier och rembursregler, s. 42, 41.

kinesiska ekonomin. Det är inte säkert att kreditderivatavtal täcker den första risken eftersom den kinesiska banken kan gå i konkurs utan att den kinesiska staten har några finansiella svårigheter alls. Det är också möjligt att den kinesiska staten får finansiella svårigheter, att *Credit Event* inträffar och att skyddsköparen får betalt från skyddssäljaren, medan den kinesiska banken klarar denna kris bra och betalar sina skulder. Då blir skyddsköparen en vinnare eftersom han får betalt både från banken och från skyddssäljaren. På så sätt blir funktion av detta kreditderivat inte endast säkerhetsliknande utan också spekulationsliknande. Det som skyddsköparen verkligen gör är att han försöker skapa balans i sin portfölj på grund av omständigheter som inträffat efter att han ingått ett avtal som innehåller kreditrisk.

Det andra exemplet är enkelt. Man kan tänka sig samma skyddsköpare som köper kinesiska statsobligationer och sedan ingår kreditderivatavtal avseende just sådana kinesiska statsobligationer med en bank i egenskap av skyddssäljare. Om skyddsköparen äger dessa statsobligationer vid avtalsingående och under hela avtalstiden har detta kreditderivat en säkerhetsfunktion. Slutsatsen är alltså att kreditderivat kan få olika funktioner under olika omständigheter. Av den anledningen har även ”de faktiska omständigheterna i varje enskilda fall”¹ en stor betydelse vid jämförelse av kreditderivat såväl med borgen som med andra avtalstyper.

¹ L. Gorton, Suretyship and guarantees – some Swedish viewpoints, s.578.

4. KREDITDERIVAT I FÖRHÅLLANDE TILL SJÄLVSTÄNDIGA GARANTIER

4.1 Inledning

I detta kapitel analyseras likheter och skillnader mellan kreditderivat och självständiga garantier. Denna jämförelse är viktig för olika aktörer som ingår kreditderivatavtal i fall av tvist om vilken avtalstyp som gäller mellan avtalsparterna. Kreditderivatavtal och självständiga garantier uppvisar flera likheter som kan skapa oklarhet om det är en självständig garanti eller ett kreditderivatavtal som gäller mellan avtalsparterna. Klassificeringen av ett avtal i sådana tveksamma situationer kan vara avgörande för bedömningen av parternas rättigheter och skyldigheter.

4.2 Problemställning

Det som är gemensamt för kreditderivat och självständiga garantier är deras självständighet i förhållande till huvudförpliktelsen. Huvudförpliktelsens ogiltighet är t.ex. en viktig grund som resulterar i att borgen också blir ogiltig men denna ogiltighet påverkar inte kreditderivat och självständiga garantier. Till skillnad från en borgensman får alltså en skyddssäljare eller en garantigivare inte göra invändningar av denna typ när en skyddsköpare eller en garantitagare - beneficent framställer sina betalningskrav. De har ingen regressrätt mot den underliggande enheten eller uppdragsgivaren vilket också kännetecknar självständiga betalningsförpliktelser. Frågan är då om kreditderivatens och garantiernas självständighet i förhållande till huvudförpliktelsen är identisk i alla dessa aspekter. Om denna självständighet är identisk och om en skyddsköpare och en beneficent har samma rättigheter att kräva betalning från sina motparter handlar det kanske om samma avtalstyp. Finns det någon skillnad mellan dessa två avtalstyper därför att kreditderivat oftast dokumenteras med *ISDA Documentation* medan dokumentation för självständiga garantier alltid utformas individuellt? Om bestämmelser i självständiga garantier varierar så ofta, blir det möjligt att formulera dem så att de liknar ett kreditderivatavtal? Finns det risk att ett kreditderivatavtal klassificeras som en självständig garanti? Dessa frågor, som analyseras nedan, är viktiga både för klassificeringen av kreditderivat och för en bättre förståelse av kreditderivatsavtalsmekanismen.

4.3 Likheter och skillnader mellan kreditderivat och självständiga garantier

Inledningsvis är det viktigt att förklara att denna jämförelse omfattar endast helt självständiga garantier, alltså inte sådana garantier där beneficenten måste presentera vissa dokument vid garantins ianspråkstagande. Anledningen till en sådan förenklad bild av självständiga garantier är jämförelsen med kreditderivat där skyddsköparen inte behöver göra något annat än att ställa betalningskrav mot skyddssäljaren vid inträffande av en *Credit Event*.

Självständiga garantier, som i de flesta fall utfärdas av banker, regleras inte i svensk lagstiftning. Borgensreglerna som nämnts i det föregående kapitlet är i första hand tillämpliga

på accessoriska åtaganden, alltså borgen, och inte på självständiga förbindelser.¹ Självständiga garantier regleras av ett antal internationella regler där Uniform Rules for Demand Guarantees (URDG) som utformats av Internationella Handelskammare, som publicerades 1992, anses vara de viktigaste.² Det finns också en konvention om självständiga garantier som antogs av FN-organet UNCITRAL 1995 men konventionen har ratificerats av endast några få mindre stater och förväntas få relativt liten betydelse.³ Svensk rättspraxis har behandlat självständiga garantier i två rättsfall⁴ där domstolarna accepterat garantiernas självständighet i förhållande till huvudförpliktelserna.

Till skillnad från borgen är självständiga garantier alltså oberoende av huvudförbindelsen. Detta innebär att t.ex. ogiltighet av huvudförbindelsen inte påverkar en självständig garanti utan beneficenten har rätt att ta garantin i anspråk oavsett att huvudförpliktelserna ogiltighetsförklarats. Kreditderivatavtal är också självständiga i förhållande till det underliggande instrumentet. En skyddsköpare har rätt att kräva betalning från skyddssäljaren utan hänsyn till det underliggande instrumentets ogiltighet. Både självständiga garantier och kreditderivat är alltså självständiga eller abstrakta i förhållande till huvudförpliktelserna. En garantist som blir krävd på betalning under en självständig garanti måste fullgöra betalning och får vägra betalning endast i fall av bedrägeri från beneficentens sida.⁵ En skyddssäljare som blir krävd på betalning av skyddsköparen måste fullgöra betalningen om inträffande av en *Credit Event* publiceras i media oavsett eventuell argumentering av den underliggande enheten att det underliggande instrumentet varit ogiltigt. Man kan tänka sig att bedrägerier kan förekomma även i kreditderivattransaktioner genom t.ex. samröre mellan skyddsköparen och media så att en osann information om en *Credit Event* publiceras. Detta är emellertid ett brottsligt agerande som kan förekomma även på andra sätt och sådana frågor omfattas inte av denna avhandling.

Den självständiga karaktären av självständiga garantier gör det möjligt för en beneficent att ta i anspråk en garanti även om beneficentens avtal med uppdragsgivaren aldrig kommit till stånd eller om avtalet hävts och inte längre existerar. Beneficenten kan göra det så länge garantin gäller. Denna situation är inte omöjlig i kreditderivatavtal om det publiceras i media att en *Credit Event* inträffat avseende en betalningsförpliktelse av den underliggande enheten som upphört innan dess eller som aldrig kommit till stånd. Denna omständighet har ingen relevans för kreditderivatavtal medan i fall av självständiga garantier anses detta vara ett obehörigt ianspråkstagande. Även om en bank betalar till beneficenten i fall av ett sådant obehörigt ianspråkstagande har uppdragsgivaren, alltså den part på vars uppdrag banken utfärdat en självständig garanti, åtminstone en teoretisk chans att kräva beneficenten på ett sådant utbetalat belopp i en domstolsprocess. Chansen att vinna en sådan process bedöms vara liten i många länder. Till skillnad från denna situation ger kreditderivatavtal ingen sådan rätt till skyddssäljaren. Om det visar sig att den publicerade informationen om inträffande av en *Credit Event* varit osann eller oriktig tar skyddssäljaren denna risk och det finns ingen annan part som skyddssäljaren kan kräva på ersättning för en sådan felaktigt publicerad information.

Vidare kan man konstatera att den självständiga karaktären av självständiga garantier och kreditderivat i förhållande till huvudförpliktelserna inte är av samma slag. En självständig garanti brukar utfärdas av banker eller liknande finansiella institut på uppdrag av en

¹ H. Swolin, Självständiga bankgarantier, Redaktör Lars Gorton, Lund, 2004, s.12

² R.F.Bertrams, Bank Guarantees in International Trade, 3 uppl., The Hague, 2004, s.28 ff.

³ H. Swolin, s. 14.

⁴ NJA 2002 s. 244 och Hovrätten över Skåne och Blekinge T-129-98

⁵ R. Goode, Guide to the ICC Uniform Rules for Demand Guarantees (ICC Publication 510), Paris, 2000, s.18 ff.

uppgångsgivare. Denna uppgångsgivare har alltså en aktiv roll i garantins utfärdande. I kreditderivatavtal har den underliggande enheten ingen roll i avtalet mellan en skyddssköpare och en skyddssäljare. Den underliggande enheten informeras inte alls om kreditderivatavtal som ingås i samband med denne. En bank som utfärdar en självständig garanti kräver en motgaranti från uppgångsgivaren för det fallet att beneficenten tar garantin i anspråk. Uppgångsgivaren blir alltså skyldig att ersätta banken för det belopp som utbetalats till beneficenten. Uppgångsgivaren blir på detta sätt inblandad i en självständig garanti och står för risken att garantin tas i anspråk. Detta förhållande är helt främmande för kreditderivatavtal där den underliggande enheten inte har någonting att göra med skyddssköparen och skyddssäljaren. Det finns inga motgarantier och inget uppgångsförhållande mellan skyddssäljaren och den underliggande enheten. Skyddssköparen och skyddssäljaren handlar med risken i fråga utan att bry sig om den underliggande enhetens uppfattning om detta.

En självständig garanti utformas alltid enligt krav som har ett samband med en huvudförpliktelse. Dokumentationen för självständiga garantier är av den anledningen inte standardiserad på en internationell nivå utan den utformas för individuella behov i varje enskilda fall.¹ På detta sätt står självständiga garantier närmare huvudförpliktelsen än kreditderivat som inkluderar flera olika betalningsförpliktelser av den underliggande enheten antingen som *Reference Obligation* eller som *Deliverable Obligation*. Kreditderivatavtal är standardiserade med syfte att skyddssäljaren kan sprida kreditrisker vidare på marknaden till andra aktörer som är vana och känner sig komfortabla med de definitioner av *Credit Events* och övriga standardiserade *ISDA* avtalsvillkor som kommit i bruk.

En självständig garanti förutsätter vanligtvis att beneficenten har ett avtalsförhållande med uppgångsgivaren, alltså att beneficenten är avtalspart i huvudförpliktelsen. För avtal om kreditderivat är denna omständighet irrelevant vilket innebär att skyddssköparens eventuella avtalsförhållande med den underliggande enheten inte påverkar kreditderivatavtalet.

Den största skillnaden mellan en självständig garanti och ett kreditderivat är ändå mellan beneficentens och skyddssäljarens rätt att kräva betalning. Beneficentens rätt att kräva betalning är ovillkorad i en ren självständig garanti medan skyddssköparens rätt att kräva betalning är villkorad av publicering av en *Credit Event*. Detta innebär att en beneficent bestämmer själv om ianspråkstagande av garantin medan skyddssköparens rätt till betalning beror på de informationskällor som inkluderats i avtalet. Det kan hända att dessa informationskällor missar att publicera inträffande av en *Credit Event* som kan bevisas på annat sätt. I så fall förlorar skyddssköparen rätten att kräva betalning från skyddssäljaren eftersom det inte är tillåtet att bevisa inträffande av *Credit Event* på annat sätt. Denna skillnad gör att beneficentens ställning gentemot garantisten är mycket starkare än skyddssköparens ställning gentemot skyddssäljaren.

4.4 Slutsats - likheter och skillnader mellan kreditderivat och självständiga garantier

På grund av det som sagts ovan kan man konstatera att en självständig garanti liknar mer kreditderivat än proprieborgen. Det kännetecken som är gemensamt för dessa två avtalstyper är deras självständighet i förhållande till huvudförpliktelsen men denna självständighet är inte identisk i alla sina aspekter. En beneficent står vanligtvis i ett partsförhållande till garantistens uppgångsgivare och det finns alltid ett bakomliggande förhållande mellan garantisten och uppgångsgivaren, oftast i form av en motgaranti. Ingenting av detta

¹ L. Gorton, Garantiregler och rebursregler, Juridisk tidskrift, 1993/94 s. 59.

kännetecknar ett kreditderivatavtal som på detta sätt är mer självständig i förhållande till huvudförbindelsen än en självständig garanti. En skyddssköpare och en skyddssäljare behöver aldrig ha något förhållande till den underliggande enheten, särskilt i fall av kontant uppgörelse där det inte behövs någon överlåtelse av det underliggande instrumentet.

Beneficients rätt att kräva betalning från garantisten är dock mycket mer självständig från huvudförbindelsen än skyddssköparens rätt att kräva betalning under ett kreditderivatavtal. Skyddssköparens rätt är som sagt villkorad av publicering av en eller flera *Credit Events*. Dessutom har skyddssköparen skyldighet att överlåta det underliggande instrumentet på skyddssäljaren vid fysisk uppgörelse vilket en beneficiant inte behöver göra för att erhålla betalning från garantisten. Beneficianten avgör själv om och när han vill ta garantin i anspråk och hans rätt till betalning är ovillkorad.

Självständiga garantier och kreditderivat uppvisar alltså olika aspekter av självständighet i förhållande till huvudförbindelsen vilket, tillsammans med de skillnader mellan dessa två avtalstyper som analyserats ovan, ger anledning till slutsatsen att kreditderivat inte kan klassificeras som självständiga garantier. Denna slutsats gäller under förutsättning att kreditderivatavtal ingås enligt den standardiserade *ISDA Documentation* och att inga större ändringar av denna dokumentation görs.

Men det är inte alltid säkert att *ISDA Documentation* tillämpas och det borde vara fritt för avtalsparterna att anpassa kreditderivatsavtalskonceptet till sina egna lösningar. Av den anledningen kan man tänka sig vissa enklare avtal om kreditderivat som dokumenteras med en enklare dokumentation som författas endast för detta avtal. Man kan tänka sig ett exempel där en skyddssköpare agerar som fordringsägare till den underliggande enheten både vid avtalsingående och under hela avtalstiden. Skyddssäljaren skulle i detta fall kunna vara en bank och det belopp som banken är skyldig att utbetala till skyddssköparen kan vara ett fast belopp (ett *digital* belopp som det heter i kreditderivatsterminologi). Utbetalning av ett fast belopp är den enklaste och samtidigt den dyraste typen av uppgörelse som också förekommer i kreditderivatavtal. En *Credit Event* skulle i detta fall vara inlämnande av konkursansökan mot den underliggande enheten vilket skulle kunna bekräftas med en information om detta som publiceras i media. Banken, dvs. skyddssäljaren och den underliggande enheten har inget avtalsförhållande med varandra och den underliggande enheten agerar inte som uppdragsgivare till banken. Banken erhåller sin premie från skyddssköparen och det blir ingen överlåtelse av skyddssköparens fordran på banken vid utbetalning av det fasta beloppet till skyddssköparen. Avtalet innehåller inga bestämmelser om *Reference Obligation* eller *Deliverable Obligations* eftersom dessa inte behövs för utbetalning av ett fast belopp.

Vad händer med skyddssköparens fordran mot den underliggande enheten om en *Credit Event* i form av inlämnande av konkursansökan mot den underliggande enheten inträffar? Svaret är att denna omständighet är helt irrelevant för kreditderivatet i fråga. Det kan hända att den underliggande enheten redan betalat fordran, eller att den inte betalat den och att fordran måste bevakas i konkursen, det kan hända att konkursansökan mot den underliggande enheten avslås eller avvisas och det kan hända att den information som publicerats i media var felaktig och att den underliggande enhetens finansiella situation aldrig varit bättre. I alla dessa situationer kommer skyddssköparen att erhålla samma ersättning från skyddssäljaren i form av ett fast belopp. Denna utbetalning är alltså självständig i förhållande till skyddssköparens fordran mot den underliggande enheten. I så fall kan denna omständighet, skyddssköparens fordran mot den underliggande enheten, tas bort från exemplet ovan, så att vi har ett nytt exempel där skyddssköparen inte äger någon fordran alls mot den underliggande enheten.

Låt oss i detta nya exempel, där skyddsköparen inte äger någon fordran mot den underliggande enheten, kalla skyddsköparen för beneficenten som betalar ersättning till banken för att få en självständig garanti i förhållande till samma underliggande enhet. Denna garanti är villkorad av publiceringen av samma *Credit Event* i media som ovan. Låt oss anta att denna *Credit Event* inträffat genom publicering i media och att banken betalar det fasta beloppet till beneficenten. Denna garanti är självständig i förhållande till någon konkret betalningsförpliktelse av den underliggande enheten eftersom den inte refererar till någon sådan förpliktelse. Garantin i fråga refererar endast till den underliggande enheten, inlämnande av konkursansökan mot denne och publicering av detta faktum i media.

En sådan självständig garanti skulle vara någorlunda ovanlig eftersom den utfärdas på uppdrag av beneficenten till beneficentens förmån, beneficenten betalar bankens arvode och betalningen är villkorad av inträffande av ett slags *Credit Event* och publicering i media. Dessa skillnader är inte så stora att denna garanti inte kan klassificeras som en garanti. Den är visserligen modifierad i förhållande till en typisk självständig garanti med ändå är den en självständig garanti.

I båda exemplen som beskrivits ovan handlar det alltså om samma transaktion som kan rubriceras både som ett kreditderivat och som en självständig garanti. Slutsatsen är alltså att dessa två transaktioner lätt kan förväxlas om avtalsparter tar sig friheten att variera garantins eller kreditderivats villkor. I sådana situationer, särskilt om transaktionen inte dokumenteras med *ISDA Documentation*, blir det svårt att avgöra vad denna transaktion egentligen är. Båda exemplen kan innehålla identiska avtalsbestämmelser och parternas identiska rättigheter och skyldigheter. Exempelen ovan är ovanliga men teoretiskt helt möjliga både i form av garantier och i form av kreditderivat. Det bör påpekas för klarhetens skull att konkurs som *Credit Event* är delvis speciell och skiljer sig från övriga *Credit Events* på det sättet att den avser den underliggande enheten direkt medan de övriga *Credit Events* avser den underliggande enhetens olika betalningsförpliktelser. Därför kräver användningen av de övriga *Credit Events* en referens till en eller flera sådana förpliktelser som kallas för *Reference Obligation* och i fall av fysisk uppgörelse en referens till en eller flera *Deliverable Obligations*. Sådana kreditderivat skulle uppvisa större skillnader i förhållande till en självständig garanti om de använts i exemplen ovan.

Självständiga garantier och kreditderivat kan alltså modifieras så att de blir nästan identiska avtal som i exemplen ovan. I samband med dessa modifieringar kan man förklara att juridiska analyser av borgen, självständiga garantier och kreditförsäkring i denna avhandling baseras på vissa typiska former av sådana avtalstyper och på rättskällor som också behandlar dessa typiska former. Kreditderivat som dokumenteras av *ISDA Documentation* är typiska just på grund av användningen av denna dokumentation medan självständiga garantier är typiska på det sättet att de inte använder någon standardiserad dokumentation. Dessutom är de typiska på det sättet att det är underförstått att det finns en tredje part i bakgrunden, nämligen bankens uppdragsgivare. Om analyser av dessa avtalstyper utvidgats och inkluderar även kraftigt modifierade varianter av sådana avtal blir gränserna mellan dessa avtalstyper oklara. Detta gäller särskilt självständiga garantier och kreditderivat eftersom dessa avtal kan modifieras på många sätt i praktisk tillämpning. Sådana modifierade avtal kan bli svåra att klassificera vilket kan leda till oklara situationer avseende tolkning av avtalsbestämmelser. Det anses att särskilt de garantier som baseras på *common-law* systemet kan innehålla omfattande texter och

tämligen komplicerade bestämmelser¹ vilket kan leda till oklara situationer. Detta visar att det inte är möjligt att i samtliga fall dra en klar gränslinje mellan två avstas typer och man kan acceptera uppfattningen att sådana försök ibland inte ger någon större nytta.²

¹ L. Gorton, Garantier och rembursregler, Juridisk tidskrift 1993-94 s. 40, 43.

² L. Gorton, Suretyship and guarantees – some Swedish viewpoints, Tidskrift utgiven av Juridiska föreningen i Finland, 2001, s.578.

5. KREDITDERIVAT I FÖRHÅLLANDE TILL VADHÅLLNING OCH SPEL

5.1 Inledning

Avtal om kreditderivat har ibland vissa effekter som påminner om spel och vadhållning vilka kan sakna rättsverkan om avtalsparterna inte har nödvändiga tillstånd för att driva en sådan verksamhet. Denna fråga är aktuell både i samband med finansiella avtal och finansiella derivat där en part kan vinna och motparten kan förlora pengar beroende på vissa händelser utanför deras kontroll. Nedan följer en analys av förhållandet mellan kreditderivat å ena sidan och vad och spel å den andra.

5.2 Problemställning

Analysen av avtal om kreditderivat i denna avhandling visar att en sådan transaktion kan resultera i att en part vinner och att motparten förlorar pengar. Dessa vinster eller förluster uppstår genom betalningar som skyddsköparen och skyddssäljaren är skyldiga varandra i samband med avtalet och vissa händelser som utlöser skyddssäljares betalningsskyldighet. Avtal om kreditderivat kan ibland vara av en rent spekulativ natur vilket gör att denna avtalstyp möjligtvis klassificeras som avtal om spel eller vadhållning. Frågan om vissa finansiella avtal utgör spel eller vadhållning är inte ny eftersom den redan diskuterats i bl.a. engelsk rätt vilket redovisas senare i detta avsnitt. Avtal om spel och vadhållning har närmare analyserats i norsk rätt i samband med valuta- och ränteswappar¹ vilka också är finansiella derivat. I svensk rätt har finansiella derivat nämnts i detta sammanhang endast sporadiskt.²

Varför är denna fråga viktig för en analys i denna avhandling? Svaret är att det finns en risk att i de kreditderivatavtal där de faktiska omständigheterna är sådana att avtalen visar likheter med vad eller spel, en domstol eller en myndighet klassificerar detta kreditderivat som vad eller spel. I så fall får sådana avtal inget skydd av rättsordningen vilket innebär att de inte kan genomdrivas i domstol.³ Sådana rättsföljder är inte acceptabla för aktörer som ingår kreditderivatavtal, både i egenskap av skyddsköpare och av skyddssäljare. Dessa aktörer är i första hand banker, finansierings- och försäkringsbolag men också övriga aktörer som t.ex. produktionsbolag, handelshus, statliga enheter osv. Avtal som saknar rättskydd i domstolen är värdelösa för dessa aktörer och en klassificering av kreditderivatavtal som vad eller spel skulle dessutom skada hela industrin som omfattar även andra typer av finansiella derivat. Denna känsliga fråga förtjänar alltså en närmare analys.

¹ A. Tjaum, Valuta- og renteswaper, Oslo, 1996, s. 215-325

² T. Ingvarsson, Spel och osedliga avtal, Svensk juristidning, 2004 s. 743; H. Berggren, Nya finansiella instrument – normer och aktörer, Nordisk Juristmöte 1996, s. 185-223; G. Lennander, Recension till A. Tjaum, Valuta- og renteswaper, Oslo, 1996, JT 1996-97, s. 188-190.

³ T. Ingvarsson, Spel och osedliga avtal, s. 739.

5.3 Rättsverkan av spel och vadhållning i svensk rätt

Även om en klar definition av begreppen spel och vadhållning saknas i lagtexten är situationen angående rättsverkan av sådana avtalstyper klar. Det anses nämligen i svensk rätt, både i doktrinen och i rättspraxis, att dessa avtalstyper är i strid mot god moral. Detta gör att deras avtalsrättsliga påföljder och sanktioner inte har rättsverkan.¹ Denna regel gäller i svensk rätt som en allmän rättsprincip utan att det finns någon uttrycklig lagbestämmelse härom. På grund av denna princip anses avtal om spel och vadhållning vara utan verkan, alltså inte bindande. En spelskuld kan man inte driva in om den person som står i skuld vägrar att betala. Om denna person däremot har betalat skulden kan denne inte kräva pengar tillbaka genom att åberopa att skulden uppstått genom ett avtal som inte varit bindande. Denna allmänna rättsprincip gäller inte lotteri och spel som regleras i lagen.

Det som försvårar tillämpningen av denna allmänna rättsprincip är att begreppen vad och spel inte är definierade i lagen. Denna brist på definition kan resultera i att vissa avtalstyper uppfattas olika av olika personer och i olika rättsliga förfaranden. Det som ytterligare försvårar situationen är att denna rättsprincip förknippas med uppfattningar om moral vilka alltid är individuella, alltså subjektiva. Det moraliska argumentet har åberopats i samband med nya finansiella instrument som en grund för att göra distinktion mellan "moraliskt tvivelaktig vadhållning och kommersiellt betingande avtal om risktagande".² Med detta moraliska argument har man kommit till slutsatsen att "sedvanlig handel med finansiella instrument och liknande inte kan anses som ogiltig vadhållning i svensk rätt".³ Slutsatser som grundas på moraliska bedömningar har kritiserats med bl.a. argumentet att en förbindelse att betala en summa pengar om räntan går upp inte kan vara "moraliskt mer högtstående än ett vad om att någon skall få en summa pengar om en viss person vinner en tävling".⁴ Denna kritik verkar vara befogad oavsett att handel med finansiella instrument regleras i lagen och uppfattas som en viktig ekonomisk verksamhet. Av den anledningen är det svårt att göra en moralisk bedömning av avtal om kreditderivat eftersom en sådan bedömning skulle vara ytterst individuell och subjektiv.

Ett annat kriterium som använts i bedömningen av förhållandet mellan finansiella derivat och vad och spel är uppdelningen i sådana avtal som innebär säkerställande av en annan förpliktelse och sådana avtal som endast innebär spekulation.⁵ De avtal som innebär säkerställande av en annan förbindelse skulle få rättskydd medan avtal som innebär spekulationer inte skulle få det. Detta argument har också kritiserats därför att det inte finns tillräckligt säkra bedömningskriterier för att "göra indelningen praktiskt användbar".⁶ Med hänsyn till kreditderivats varierande funktioner, som nämnts i avsnittet om jämförelse mellan garanti och kreditderivat, verkar även denna kritik vara befogad. Avtal om kreditderivat kan nämligen ha varierande funktioner som avtal om säkerhet, spekulationsavtal och portföljbalanseraavtal. Alla dessa funktioner kan variera under avtalstiden för ett enda avtal och mellan samma avtalsparter. En skyddssköpare har rätt att äga eller att sälja det underliggande instrumentet under avtalstiden och avtal om kreditderivat är uppbyggt på så sätt att det ger skyddssköparen möjlighet att välja det alternativ som passar honom bäst.

¹ J. Ramberg, C. Ramberg, Allmän avtalsrätt, 6 uppl., Stockholm, 2003, s. 76; A. Adlercreutz, Avtalsrätt I, 12 uppl., Lund, 2002, s. 282; NJA 1989 s. 768.

² H. Berggren, s. 199 ff.

³ G. Lennander, Recension till A. Tjåum, s. 189.

⁴ T. Ingvarsson, Spel och osedliga avtal, s. 743.

⁵ A. Tjåum, s. 109-114.

⁶ T. Ingvarsson, Spel och osedliga avtal, s. 743.

Kriterierna som nämnts ovan verkar vara osäkra vid en jämförelse av kreditderivatavtal i förhållande till avtal om vad och spel. Detta är en anledning till att analysen som följer nedan inte sysslar med moraliska eller funktionella aspekter av avtal om kreditderivat. Den andra anledningen är att innebörden av begreppen vad och spel inte är klar. Analysen försöker därför analysera vilken innebörd dessa två begrepp har enligt svensk rätt och jämföra denna innebörd med avtal om kreditderivat. Begreppet vad analyseras nedan först och sedan analyseras begreppet spel.

5.4 Begreppet vadhållning i förhållande till avtal om kreditderivat i svensk rätt

Begreppet vadhållning är som sagt inte definierat i lagen. Ordet vadhållning förekommer i lotterilagen¹ där vadhållning omfattas av begreppet lotteri. Själva vadhållningen är däremot inte definierad i denna lagbestämmelse. Vidare i lotterilagen² uppräknas två särskilda typer av vadhållning, nämligen vadhållning i samband med hästtävling och idrottstävling. Dessa typer av vadhållning är inte intressanta i detta sammanhang.

En beskrivning av begreppet vad hittar man i den äldre svenska litteraturen där Nils Stjernberg³ analyserat skillnaden mellan spel och vad på följande sätt:

”Från spel har man att särhålla vadet. Det avgörande är här icke, huruvida i avtalet deltagande förutsättas skola genom egen verksamhet inverka på utgången eller ej. Ty, så kan vara förhållandet även vid ett vad. Det för vadet utmärkande är fastmera, att avtalet i fråga objektivt sett framstår såsom ett uttryck för en strid mellan olika meningar eller uppfattningar hos deltagarna angående vissa existenta eller i framtiden inträffande sakförhållanden. I fråga om existenta sakförhållanden får så anses vara fallet, därest de deltagande vid avtalets ingående ägt möjlighet att konstatera sakförhållandet i fråga, varemot rena gissningstävlingar äro att hänföra till spelets område; jfr NJA 1909 s. 29 (gissningstävlan angående beloppet av en i flaska innesluten penningsumma ansedd såsom lotteri, icke såsom vadhållning). I fråga om framtida sakförhållanden får så anses vara fallet, även om slumpen därvid förutsättes kunna spela in, men utfallet likvisst objektivt sett, framstår såsom väsentligen grundat i redan konstaterbara sakförhållanden. Ett anordnande vid kapplöpningar eller tävlingar av s.k. totalisator är därför icke att anse som anordnande av spel.”

Det som är väsentligt för vad, enligt beskrivningen ovan, är att det finns två parter som uttrycker olika meningar eller uppfattningar angående vissa existerande eller framtida sakförhållanden. Beroende på utgången av denna skiljaktighet kommer en part att vinna och den andra parten att förlora. Vinsten och förlusten blir i de flesta fall i form av en summa pengar.

Försöker man tillämpa denna beskrivning av vad på avtal om kreditderivat kommer man till slutsatsen att avtalsparterna i ett kreditderivatavtal förmodligen inte uttrycker olika meningar eller uppfattningar om inträffandet av *Credit Events*. Det är alltså möjligt att skyddsköparens och skyddssäljarens uppfattning angående *Credit Events* inte alls skiljer sig eller att en av dem eller båda två inte har någon bestämd uppfattning om dessa händelser vid avtalsingåendet. Man skulle kunna beskriva situationen vid avtalsingåendet även på så sätt att båda parterna i kreditderivatavtalet är medvetna om riskerna för *Credit Event* i samband med den

¹ 3 § lotterilagen (1994:1000)

² 4 § lotterilagen

³ SOU 1938:17, s. 21.

underliggande enheten och dess betalningsförpliktelser. Det är också möjligt att dessa parter gjort avancerade kalkyler och kommit till samma resultat avseende sannolikheten för inträffande av *Credit Events*. Skyddsköparen har utifrån denna sannolikhet, utifrån övriga risker i sin portfölj och utifrån sin affärspolicy kommit till slutsatsen att han behöver skydd för denna risk. Skyddssäljaren å andra sidan har utifrån samma kalkyler och övriga förutsättningar kommit till slutsatsen att han kan ta över denna risk i sin portfölj.

Ett annat element som inte direkt passar i beskrivningen av vad är att skyddsköparen i ett avtal om kreditderivat betalar ett fast belopp, vanligen periodvis, till skyddssäljaren. Detta belopp kallas även för premie. Om skyddssäljaren blir betalningsskyldig till skyddsköparen, på grund av att en *Credit Event* inträffat, innebär inte detta en ren förlust för honom eftersom han har erhållit betalningar från skyddsköparen. Det är visserligen så att man även vid vadhållningen betalar en insats men detta gäller vadhållningen i en organiserad form. Det är möjligt att slå vad utan några insatser vilka alltså inte är väsentliga element för ett vad. Den ovan citerade beskrivningen av vad nämner inte heller insatser som man lämnar vid vadslagning som väsentliga element för detta avtal.

I övrigt saknas några andra regler i svensk rätt som skulle kunna användas i denna jämförelse mellan vad och kreditderivat. Detta innebär att förutom det osäkra moraliska kriteriet eller den osäkra indelningen i avtal om säkerhet och spekulationsavtal det återstår ett till osäkert begrepp, nämligen vad. Beskrivning av vad som citerats ovan publicerades för mer än 60 år sedan och den har aldrig prövats i rättspraxis vilket gör att slutsatser som grundas endast på denna bedömning inte kan anses som helt säkra. Detta gäller särskilt i förhållande till de nya finansiella avtal där även avtalen om kreditderivat ingår.

Slutsatsen är alltså att begreppet vad inte är tillräckligt klart i svensk rätt vilket är en anledning till att en jämförelse mellan avtal om vad och avtal om kreditderivat inte kan leda till några säkra slutsatser. Detta innebär att det finns en risk att avtal om kreditderivat klassificeras som vad i svensk rätt.

5.5 Begreppet lotteri och spel i förhållande till avtal om kreditderivat

När det gäller begreppet spel i svensk rätt hittar man i lotterilagen en uppräkningslista av olika speltyper som bingospel, automatspel, roulettspel, tärningsspel, kortspel, kedjebrevsspel och liknande spel för vilka gäller tillståndsplikt. En bredare mening av begreppet spel, som skulle omfatta andra former av spel förutom de uppräknade, saknas i lotterilagen. Det är lätt att komma till slutsats att kreditderivat inte omfattas av de speltyper som uppräknats ovan men denna slutsats är inte tillräckligt säker avseende tolkningen av uttrycket ”liknande spel”. Det är inte uteslutet att detta uttryck tolkas på så sätt att det inkluderar även avtal om finansiella derivat, däribland avtal om kreditderivat.

Begreppet lotteri är ett bredare begrepp i förhållande till begreppet spel i svensk lagstiftning. Av den anledningen är det lämpligare att analysera begreppet lotteri i förhållande till avtal om kreditderivat. Anledningen till detta är att begreppet vadhållningen i senare förarbeten har inkluderats i begreppet lotteri tillsammans med begreppen lottning, gissning, eller liknande förfaranden.¹ Begreppet lotteri finns inte definierat i lagen, men förarbetena till lotterilagen innehåller en kortare beskrivning av detta begrepp:

¹ Prop.1993/94:182, s. 52.

”Med lotteri avses i denna lag en verksamhet där en eller flera deltagare, med eller utan insats, kan få en vinst till ett högre värde än vad var och en av de övriga deltagarna kan få....Med bedömning av om en verksamhet är ett lotteri skall hänsyn tas till verksamhetens allmänna karaktär och inte endast till en större eller mindre grad av slump som finns i det enskilda fallet.”¹

Denna beskrivning verkar vara svag, särskilt när det gäller formuleringen att en deltagare kan få högre vinst än de andra, eftersom det är möjligt att flera deltagare får likadana vinster. Vidare i förarbetena anges ytterligare en beskrivning av lotteri som inte ger mer klarhet i vad lotteri egentligen innebär:

”Som nämnts tidigare är slumpen inte avgörande för bedömningen om det är ett lotteri. Det kan vara fråga om ett lotteri även om vinstmöjligheterna inte till någon del beror på slumpen. Hänsyn skall även tas till verksamhetens allmänna karaktär. Idag är uppfinningsrikedomen stor när det gäller att hitta på nya former av tävlingar och spel som vid en närmare granskning visar sig vara lotteri. Ytterligare exempel på lotteri är att vinnaren utses genom det först öppnade rätta svaret eller att vinnare blir den som hinner svara först.”²

Uppenbarligen ger lagtexten som reglerar lotteri och citatet från förarbetena ovan inte mycket material för jämförelse mellan begreppen lotteri och spel å ena sidan och avtal om kreditderivat å den andra. En anledning till detta kan vara att det verkligen är svårt att definiera spel och lotteri med hänsyn till uppfinningsrikedomen som nämnts i citatet. Med detta avser man antagligen även utvecklingen av nya spel via Internet vilket försvårar en beskrivning av lotteri och spel ännu mer. I brist på en klar definition eller beskrivning av begreppet lotteri, får formuleringen i citatet ovan att vid bedömningen om en verksamhet skall klassificeras som lotteri ”hänsyn skall även tas till verksamhetens allmänna karaktär” en stor betydelse. Gör man på detta sätt och analyserar aktörer som ingår avtal om kreditderivat och deras verksamheter kan man komma till slutsatsen att dessa aktörer skiljer sig väsentligt från lotteri- och spelenordnare. Banker, institutionella långivare, försäkrings- och investeringsbolag, stora produktionsbolag i olika branscher och olika mäklare som också agerar på den finansiella marknaden driver verksamheter som inte har mycket att göra med lotteri eller spel. Denna metod där parternas verksamheter analyseras i samband med klassificeringen av avtal som de ingår i har diskuterats i samband med förhållandena mellan försäkringsavtal och avtal om kreditderivat i föregående avdelningar. Det verkar vara så att denna metod blir oundviklig i situationer där klassificering av ett avtal blir försvårad på grund av brist på klara definitioner och gränslinjer mellan olika avtalstyper. Verksamhetskriteriet verkar alltså vara en lite säkrare grund för bedömning om kreditderivat kan betraktas som spel men den räcker inte för en säker slutsats om denna fråga. Den största svårigheten i denna bedömning är att definitionen av begreppet spel saknas.

Begreppet spel hittar man även i BrB 16:14 som reglerar dobbleribrott. Detta brott begår någon som anordnar ”olovligen för allmänheten spel eller liknande verksamhet vars utgång helt eller till väsentlig del beror på slumpen”. Dessutom skall en sådan verksamhet, med hänsyn till sin art, insatsernas ekonomiska värde och övriga omständigheter, framstå som äventyrlig eller ägnad att tillföra anordnaren en betydande ekonomisk vinning. Denna korta beskrivning saknar väsentliga element som skulle definiera vad som är spel eller liknande verksamhet. Beskrivningen att en verksamhet helt eller till väsentlig del beror på slumpen och att någon som anordnar en verksamhet gör detta för att få en ekonomisk vinst är inget som

¹ Prop.1993/94:182, s. 5.

² Prop 1993/94:182, s. 53.

speciellt som endast spel eller vadhållning. Det finns många verksamheter som beror på slumpen och ekonomisk vinst är motivet till de flesta verksamheter som anordnas eller drivs i samhället. Slutligen kan man konstatera att BrB inte heller innehåller någon definition av begreppen spel eller vadhållning. Förarbetena till Brottsbalken ger inte mer material för förståelse av begreppen spel eller liknande verksamhet i detta sammanhang.¹

Svensk rättspraxis innehåller inte heller några definitioner av vadhållning och spel. I och för sig finns det ett antal rättsfall som handlar om betalningsskyldighet för vissa fordringar där det varit oklart om fordringarna tillkommit i samband med kortspel men dessa rättsfall ger inget svar på frågan om vad som anses vara spel.² Även om svensk rättspraxis inte ger någon definition av begreppen spel och vadhållning innehåller den ett intressant rättsfall som skulle kunna bidra till bedömningen om finansiella avtal å ena sidan och spel och vadhållning å den andra.

Detta rättsfall³ är från år 1900 och gäller ett terminsavtal och överväganden om ett sådant avtal var att betrakta som spel eller därmed jämförlig verksamhet. Rättsfallet gällde ett dödsbo och en skuld som uppstått genom att den avlidne gjort terminsaffärer på New Yorks och Chicagos börser. Dessa affärer gjorde den avlidne genom en firma där han haft en skuld på några tusen kronor. Firman bevakade fordran i dödsboet men boutredningsmannen bestred fordran med motiveringen att den avlidne inte haft möjlighet att självständigt bilda sig ett omdöme om kursfluktuationer på dessa börser. Av den anledningen ansåg boutredningsmannen att dessa transaktioner var av ett sådant slag ”som vore att hänföra till spel eller därmed jämförliga företag”. Boutredningsmannen åberopade i domstolsprocessen avtalet mellan firman och den avlidne där på avtalets baksida stod att en börsagent i Chicago skulle, i enlighet med den avlidnes instruktioner som befordrades genom firman, köpa vissa varor nämligen kaffe eller bomull. Genom samma avtal åtog sig den avlidne att på firmans begäran betala varje differens som utgjorde hans förlust genom dessa transaktioner. Hade differensen varit till den avlidnes vinst skulle börsagenten i Chicago utbetala denna vinst till honom. Boutredningsmannen åberopade också brist på verifikationer från börsagenten som kommunicerade med den avlidne genom telegram. Målet gick igenom samtliga tre domstolsinstanser och samtliga tre domstolar beslutade att de ovan beskrivna terminsaffärerna, som alltså varit avtal om differenser, inte kunde hänföras till spel eller därmed jämförlig verksamhet.

Detta rättsfall kan kopplas till dagens situation när begreppet ”termin” är definierat i svensk lag.⁴ Enligt denna definition är termin ”ett avtal om köp av tillgångar som mot ett i avtalet bestämt pris skall levereras vid en framtida tidpunkt eller ett avtal om att betalning mellan parterna i framtiden skall ske på grundval av ändringar i ett kursindex eller liknande”. Terminsavtal är alltså tillåtna i Sverige⁵ och handlas som standardiserade instrument på börserna. Det finns ett rättsfall från 1990 där Regeringsrätten⁶ inte ändrat ett förhandsbesked av Riksskatteverkets nämnd avseende en standardiserad indextermin. Riksskatteverket ansåg att beskattning i detta fall skulle ske med utgångspunkt att en standardiserad indextermin till sin egentliga innebörd inte är ett avtal om köp eller avyttring av fondandelar per termin utan ett

¹ Prop 1962:10 s. 233.

² NJA 1912:45; NJA 1920:280 och NJA:1921:151

³ NJA 1900:233

⁴ 1 kap 4 § lag (1992:543) om börs- och clearingsverksamhet

⁵ S. Johansson, Options- och terminsavtal, En rättslig studie av handeln med standardiserade derivativa instrument, Stockholm, 2000, s. 26.

⁶ RÅ 1990 ref. 32.

vad om utveckling av OMX-index. Detta rättsfall har kritiserats ur ett civilrättsligt perspektiv som meningslöst och verklighetsfrämmande.¹

Rättsfallen ovan visar att HD gjorde en mer liberal tolkning av terminsavtal år 1900 i förhållande till vad Regeringsrätten gjorde 90 år senare. Detta trots att terminshandel numera är reglerad i lagen och att det finns en lagstadgad definition av begreppet termin. Problemet med dessa två olika bedömningar ligger inte i begreppet terminsavtal utan i begreppen spel och vad som inte är definierade i lagen. Därför kan deras innebörd variera vilket förmodligen beror på olika individuella uppfattningar. Man kan även argumentera att dessa rättsfall innehåller två olika rättstolkningar, en civilrättslig och en förvaltningsrättslig, vilka inte nödvändigtvis bör överensstämma med varandra. Detta argument verkar vara svagt eftersom aktörer som ingår finansiella avtal vill känna sig säkra avseende alla rättsaspekter av deras transaktioner.

Rättsfallen som analyserats ovan avser inte kreditderivat vilket är en viktig omständighet eftersom denna avtalstyp skiljer sig från terminsavtal. Kreditderivat baseras inte på indexändringar vilket skulle kunna leda till en annorlunda tolkning av kreditderivat i förhållande till spel och vad, men detta är inte säkert.

5.6 Slutsats - jämförelse mellan kreditderivat och vad och spel

Domstolarnas uppfattning i rättsfallet ovan som behandlat terminsavtal i förhållande till spel säger naturligtvis ingenting om frågan huruvida kreditderivatavtal kan betraktas som spel eller vadhållning enligt svensk rätt. Ändå blir detta resonemang intressant i dagens situation när många nya finansiella avtal tillkommit och finansverksamheten och finansmarknaden blivit så utvecklade, sofistikerade och globaliserade. Utifrån detta resonemang och dagens situation kan man dra slutsatsen att det faktum att en part kan vinna eller förlora genom ett finansavtal inte innebär att avtalet utgör spel eller vadhållning i svensk rätt. Denna slutsats kan man stödja med argumentet att avtalsparter som ingår finansavtal i dagens läge i största möjliga mån undviker att slumpen styr deras rättigheter och skyldigheter enligt avtalet. De satsar enorma resurser och kunskaper på bedömningen av risker som de tar genom sådana avtal och grundar sina beslut på avancerade ekonomiska beräkningar och prognoser. Dessutom styrs sådana aktörer av andra regler som hindrar dem från att ingå avtal med alltför stora risker som t.ex. regler om kapitaltäckning och liknande, regler om tillsyn som myndigheter utövar över deras verksamheter och liknande. Allt detta leder till slutsatsen att denna finansiella verksamhet inte har mycket att göra med bingospel, automatspel, kortspel och liknande.

Ett liknande resonemang hittar man i den svenska juridiska litteraturen i samband med försäkringsverksamhet.² Försäkring har också ofta jämförts med vadhållning på grund av de riskmoment som de båda avtalstyperna innebär. Vid denna jämförelse hittar man avsevärda skillnader mellan försäkring och vadhållning. En stor skillnad är att försäkringsbolag inte bygger sin verksamhet på tur utan på komplicerade riskberäkningar där hasardmomentet undviks i största möjliga mån. Under vissa perioder i historien grundades försäkringsverksamheten mer på slump och förhoppning om ett lyckligt resultat. Försäkringsbolag sparade på den tiden stora belopp i fonder för eventuella framtida förluster och man räknade med sin finansiella styrka som tillräcklig för ersättning av sådana förluster. Nuförtiden gör försäkringsbolagen avancerade beräkningar på så sätt att premier täcker förluster och att försäkringsbolagen har en säkerhetsmarginal. Försäkringsbolag ingår alltså

¹ S. Johansson, s. 52.

² J. Hellner, s. 12.

inte avtal för att göra vinster i sådana enstaka avtal i form av vadhållning, utan deras verksamhet som helhet grundas på ekonomiska principer.

Dessutom finns det ett annat argument som stödjer slutsatsen att försäkring inte är vadhållning. Detta argument är att försäkringsgivaren ersätter skada för försäkringstagaren. Detta innebär att ersättningen inte kan uppfattas som någon vinst för försäkringstagaren utan endast som ersättning för en förlust. En försäkringstagare kan inte genom ett försäkringsavtal skaffa sig ersättning för egendom där han saknar allt ekonomiskt intresse och inte heller till ett belopp som överstiger förlusten. Det blir alltså omöjligt för försäkringstagaren att erhålla en ersättning som skulle innebära en vinst.¹

Verksamhetskriteriet verkar vara lämpligt för bedömningen av vissa verksamheter i förhållande till vadhållning och spel. Vissa verksamheter är reglerade i lagen på ett detaljerat sätt och det finns inga tveksamheter avseende verksamhetsomfattning och avtals typer som ingår inom denna verksamhet. Detta kriterium kan däremot inte lösa huvudproblemet i denna bedömning, nämligen oklarheten av begreppen vad och spel. Av den anledning finns det alltid en risk att varje verksamhet som innebär ett risktagande klassificeras som vad eller spel. Det beror endast på den individuella och subjektiva uppfattningen om dessa termer och det finns ingenting som kan begränsa eller styra tillämpningen av denna oklara rättsprincip. Av den anledningen är finansiella avtal alltid i riskzonen för att bli klassificerade som vad eller spel. Detta gäller särskilt vissa typer av finansiella instrument.²

En lösning av denna situation, där varje aktör som sysslar med finansiella avtal kan känna en viss osäkerhet i förhållande till rättsprincipen om vad och spel, skulle kunna vara fastställandet av innehållet i dessa begrepp genom lagstiftning. Detta är emellertid inte en lätt uppgift med hänsyn till den snabba utvecklingen av olika verksamheter som skulle kunna klassificeras som vadhållning eller spel. Den stora uppfinningsrikedom som nämnts i förarbeten till Ny lotterilag³ kan vara anledningen till att definitioner av vad och spel saknas i lagen.

Avtal om kreditderivat hör till den grupp av finansiella derivat som kan kollidera med rättsprincipen om vad och spel, eftersom kreditderivatavtal innebär att en part kan förlora och den andra parten kan vinna. Detta är inget speciellt för denna avtalstyp eftersom det finns många andra liknande avtalstyper som aldrig klassificerats som vad eller spel. Denna omständighet är emellertid ingen garanti för att avtal om kreditderivat aldrig kommer att drabbas av denna regel. De parter som ingår denna avtalstyp måste vara medvetna om att en sådan risk alltid finns.

5.7 Kreditderivatens förhållande till vadhållning och spel i engelsk rätt

Enligt *Section 18*⁴ av *Gaming Act 1845* blir alla avtal om spel och vadhållning *null* och *void* och sådana avtal kan inte få rättsskydd i domstol. Ett *void* avtal i engelsk rätt innebär att avtalet är ogiltigt från början, att det inte har någon rättsverkan och att det anses vara en

¹ J. Hellner, s. 13.

² T. Ingvarsson, *Spel och osedliga avtal*, s. 758.

³ Prop. 1993/94:182, s.53.

⁴ "...All contracts or agreements, whether by parole or in writing, by way of gaming or wagering, shall be null and void; and...no suit shall be brought or maintained in any court of law and equity for recovering any sum of money or valuable thing alleged to be won upon a wager, or which shall have been deposited in the hands of any person or to abide the event in which any wager shall have been made...", citerat av S. James, s. 22.

nullitet. De finns två anledningar som kan leda till att ett avtal blir *void* i engelsk rätt. Den första anledningen är brist på ett element som är nödvändigt för att avtal skall komma till stånd t.ex. en situation när accept inte blivit kommunicerad till anbudsgivaren. Den andra anledningen är att lagen inte tillåter avtalssyftet eller de avtalsvillkor med vilka detta syfte skulle åstadkommas. Ett exempel på ett sådant avtal är just avtal om vadhållning som är förbjudet oavsett att avtalet kommit till stånd i enlighet med de regler som reglerar avtalsingående.¹ Denna bestämmelse ändrades senare genom *Section 1* av *Gaming Act 1892* så att även vissa situationer där en agent betalat en spelskuld vid avtalsingående förklarades som *null* och *void*.

Denna lagbestämmelse är alltså klar när det gäller rättsverkan av avtal om spel eller vadhållning men lagen definierar inte vad som är ett avtal om spel eller vadhållning. Det anses att det följande citatet från ett rättsfall från 1892 innehåller en klassisk definition av avtal om spel och vadhållning i engelsk rätt:

*"... a wagering contract is one by which two persons, professing to hold opposite views touching the issue of a future uncertain event, mutually agree that, dependent upon the determination of that event, one shall win from the other, that other shall pay or hand over to him, a sum of money or other stake, neither of the contracting parties having any other interest in that contract than the sum or stake he will so win or lose, there being no real consideration for the making of such contract by either of the parties. It is essential to a wagering contract that each party may under it either win or lose, whether he will win or lose being dependent on the issue of the event, and therefore, remaining uncertain until that issue is known. If either of the parties may win but cannot lose, or may lose but cannot win, it is not a wagering contract."*²

Enligt denna definition finns det två väsentliga element i avtal om spel och vadhållning i engelsk rätt. Det första elementet är att de båda avtalsparterna kan både vinna och förlora och det andra elementet är att ingen av parterna har något annat intresse i avtalet.

När det gäller det första elementet verkar det vara klart att ett avtal där endast en part kan vinna eller förlora inte är avtal om spel eller vadhållning. Det är inte heller ett avtal där en part kan vinna men inte förlora eller kan förlora men inte vinna. När det gäller det andra elementet, parternas andra intressen i avtalet, var det ganska svårt för domstolar att bedöma vilket annat intresse, utom ett spekulativt intresse att vinna, som skulle räcka för att utesluta ett avtal från definitionen ovan. Det finns nämligen sådana avtal där man köper aktier med syfte att sälja dem när priset stiger, i vilket fall man kan både förlora och vinna. Denna avtalstyp anses inte vara spel eller vadhållning. Å andra sidan finns det risk att en *forward*, alltså ett avtal där en avtalspart har skyldighet att köpa eller sälja vid en tidpunkt i framtiden till ett i förväg bestämt pris oavsett senare prisändringar på marknaden, betraktas som spel eller vadhållning.³

I diskussionen om skillnader mellan avtal om spel och vadhållning å ena sida och finansiella avtal å den andra har under en period varit avgörande om det fanns en *delivery obligation*, alltså en skyldighet att överlåta något enligt avtalet. Man ansåg att i fall där en sådan skyldighet stipulerats i avtalet skulle detta avtal betraktas som ett finansiellt avtal. I fall där en sådan skyldighet inte fanns i avtalet skulle detta avtal däremot betraktas som spel eller

¹ P. S. Atiyah, s. 46-47.

² Carlill v. The Carbolic Smoke Ball Company [1892] 2 QB 484, 490-491.

³ S. James, s. 24.

vadhållning.¹ Även detta kriterium var inte säkert och det visade sig att det inte alltid varit lätt att fastställa vad som är överlåtelse i ett avtal. Det finns finansiella avtal t.ex. låneavtal där man inte är säker på vad som anses vara en överlåtelse. Man undrar i detta fall om överlåtelse kan vara utbetalning eller återbetalning av lånet. Införandet av ett "överlåtelsekriterium" resulterade i att avtalsparterna inkluderade en viss överlåtelseskyldighet eller överlåtelseoption i sina avtal även om de inte haft någon som helst avsikt att överlåta något enligt avtalet. Det enda syftet med detta var nämligen att undvika tillämpning av *Gaming Act* och klassificeringen av deras avtal som spel och vadhållning. En sådan avtalsbestämmelse har analyserats i engelsk rättspraxis² och domstolen har accepterat att dessa bestämmelser egentligen var ett slags hemlig överenskommelse mellan parterna. Domstolen intog ställningen att sådana bestämmelser, vars syfte alltså var att undvika tillämpning av *Gaming Act* får existera i ett avtal så länge avtalsparterna haft möjlighet att genomdriva dem, alltså att ta dem i anspråk och få rättsskydd för dem.

Det finns även andra kriterier för bedömning av om ett avtal är en ogiltig vadhållning eller ett giltigt avtal. Dessa kriterier har också fastställts av rättspraxis och kallas för "*real transactions*"³ och avtal "*entered into for a commercial purpose*".⁴ Sådana "verkliga transaktioner" eller "avtal med kommersiellt syfte" skulle vara undantagna från tillämpningen av *Gaming Act*. Det anses att dessa kriterier inte ger mycket hjälp vid bedömningen av om ett avtal är vadhållning eller inte. Anledningen till denna uppfattning är att begreppen "*real transaction*" och "*contract entered into for a commercial purpose*" inte är definierade vilket försvårar deras tillämpning. Även om domstolarna tillämpar dessa begrepp gör de det på ett sätt som är svårt att förstå. Man brukar beskriva sådana situationer på så sätt att domstolarna "inte kan definiera juridiska termer utan de kan känna igen dem när de ser ett konkret exempel".⁵

Det senaste rättsfallet,⁶ som handlar om en derivattransaktion av typen *interest rate swap*,⁷ har betydelse även för avtal om kreditderivat och deras förhållande till vadhållning och spel i engelsk rätt. *Interest rate swap* kallas i svensk litteratur för ränteswapp och definieras som ett avtal som "innefattar utväxling av betalningar beräknade på grundval av en överenskommen summa pengar, det nominella värdet (vilket inte utväxlas mellan parterna), i enlighet med en bestämd typ av räntebas, t.ex. rörlig ränta mot fast, olika typer av rörlig ränta mot varandra eller olika typer av fast ränta mot varandra".⁸ I det nämnda engelska rättsfallet ingick *Welwyn & Hatfield District Council (Welwyn)* två ränteswappar, en med *Islington Council (Islington)* och den andra, som en *back to back* transaktion, med *Morgan Grenfell*. I själva verket överlät *Welwyn* sina rättigheter och skyldigheter från avtalet med *Islington* till *Morgan Grenfell* med en viss provision. *Islington* argumenterade i detta ärende att denna *interest rate swap* egentligen var en vadhållning dvs. en ogiltig transaktion. Domstolen accepterade inte detta

¹ Re Gieve [1899] 1 QB 794, 798; Forget v. Ostigny [1895] AC 318, 323; City Index v. Leslie [1992] 1 QB 98, 112.

² Universal Stock Exchange v. Strachan [1896] AC 166, 171, 173.

³ Universal Stock Exchange v. Strachan [1896] AC 166, 171, 173.

⁴ City Index v. Leslie [1992] 1 QB 98, 112.

⁵ S. James, s. 25.

⁶ Morgan Grenfell v. Welwyn & Hatfield District Council; Islington Borough Council (Third Party), [1995] 1 All ER 1.

⁷ Allen & Overy, An Introduction to the Documentation of OTC Derivatives, London, May 2002: "Interest Rate Swap is a transaction in which one party pays periodic amounts of a given currency based on a specific fixed rate and the other party pays periodic amounts of the same currency based on a specified floating rate that is reset periodically, such as the London inter-bank offered rate; all calculations are based on a notional amount of the given currency."

⁸ A. V. Mörner, Swappar – några juridiska aspekter, Juridisk tidskrift 1996-97, s. 650.

argument med motiveringen att transaktionen i fråga var en finansiell transaktion vari avtalsparterna betalar vissa mellanskillnader. Därefter formulerade domstolen följande princip som skulle gälla parter som agerar på finansmarkanden:

*"Provisions for the payment of differences are commonplace in certain types of commercial or financial contracts. The mere fact that there is a provision for the payment of differences does not mean that the contract must be a wagering contract. It merely raises the possibility and justifies an inference. If the other features of the relevant transaction show or confirm that it is a wagering contract, then it is unenforceable and void. If on the other hand the other features of the contract do not confirm that its character was gaming or wagering, then the contract, notwithstanding that it provides for the payment of differences, is fully effective and enforceable....In the context of interest rate swap contracts entered into by parties or institutions involved in the capital market and the making or receiving of loans, the normal inference will be that the contracts are not gaming or wagering but are commercial or financial transactions to which the law will, in the absence of some other consideration, give full recognition and effect."*¹

Domstolen har också fastställt att *Islington* inte haft för avsikt att slå vad vid avtalsingåendet med *Welwyn* utan dess avsikt var att tjäna pengar. Motparten *Welwyn* hade ingen spekulationsavsikt vid avtalsingåendet heller. Även om *Welwyn* haft en avsikt att slå vad räcker det inte för avtalets ogiltighet eftersom *Islington* inte haft en sådan avsikt.

Detta rättsfall från år 1995 var viktigt för finansmarknaden eftersom domstolen bl.a. argumenterat att i vissa fall är vadhållning inneboende i vissa typer av avtal t.ex. vadhållning vid hästtävlingar, medan den inte är inneboende i avtal som kan berättigas på ett kommersiellt sätt.² Det finns en uppfattning att detta rättsfall inte ger klara riktlinjer om vad som i dagens läge anses vara ett kommersiellt avtal respektive vadhållnings avtal.³

Rättspraxis som diskuterats ovan och utgör en *common law* princip analyserar alltså om ett visst element som utgör vadhållning blivit uppfyllt i ett konkret fall. Detta element är alltså parternas avsikter att slå vad.

Men även om bedömningen av ett konkret fall visar att det viktigaste elementet för vadhållning blivit uppfyllt, finns det situationer där tillämpningen av *Gaming Act 1892* blir utesluten. Denna situation var reglerad i *Section 63* av *Financial Services Act 1986*. Enligt denna lagbestämmelse blev tillämpningen av *Gaming Act 1892* utesluten om en part ingick avtal "by way of business" om ingående i detta avtal eller fullgörande av avtalsförpliktelser utgör investmentverksamhet. Investmentverksamhet omfattas av begreppet "contracts for differences" som regleras i *Paragraph 9* av *Schedule 1 to Financial Services Act* som: "Rights under a contract for differences or under any other contract the purpose or pretended purpose of which is to secure a profit or avoid a loss by reference to fluctuations in the value or price of property of any description or in an index or other factor designated for that purpose in the contract."⁴ Denna beskrivning anses vara tillräckligt bred för att inkludera även avtal om kreditderivat. Vid denna bedömning måste man ta hänsyn till att derivaträtten

¹ Morgan Grenfell v. Welwyn & Hatfield District Council; Islington Borough Council (Third Party), [1995] 1 All ER 1.

² J. Jakeways, s. 57.

³ S. James, s. 26.

⁴ S. James, s. 28.

och olika transaktioner utvecklas hela tiden vilket gör att det inte alltid är lätt att inkludera nya transaktionstyper i existerande lagregler.¹

Det fanns förhoppningar att den nya *Financial Services and Markets Act 2000* skulle reglera situationer där *Gaming Act* inte skall tillämpas på ett bättre sätt men detta har inte skett. Den nya lagen har alltså inte ändrat något i förhållandet mellan avtal om kreditderivat och vadhållning och spel i engelsk rätt.

Frågan om förhållandet mellan avtal om kreditderivat och vadhållning och spel i engelsk rätt ansågs vara viktig även för *ISDAs* medlemmar. Av den anledningen sökte *ISDA* ett juridiskt utlåtande om denna fråga från sina juridiska rådgivare. Eftersom frågan aldrig behandlats i rättspraxis är det intressant att analysera *ISDAs* utredning.

ISDA: s juridiska rådgivare utgick i sin analys² från det ovan nämnda rättsfallet *Morgan Grenfell v. Welwyn* där, enligt domstolsmotiveringen, banker och liknande institutioner alltid har kommersiella syften vid avtalsingåenden. Detta var ett argument för att kreditderivat skiljer sig från vadhållning. Det andra argumentet har man hittat i samma rättsfall där domstolen konstaterat att aktörer som agerar på kapitalmarknaden vanligtvis ingår kommersiella eller finansiella transaktioner, inte vadhållning eller spel. På grund av detta påstående har domstolen kommit till slutsatsen att sådana avtal är giltiga om det inte finns någon annan ogiltighetsgrund. Det tredje argumentet har man hittat i *Paragraph 9* av *Schedule 1 to Financial Services Act 1986* som utesluter vissa avtalstyper från tillämpning av *Gaming Act*. På grund av denna analys har *ISDAs* juridiska rådgivare formulerat frågan till R. Potts om förhållandet mellan avtal om kreditderivat och vadhållning i engelsk rätt. R. Potts har i sitt utlåtande kommit till några intressanta slutsatser, särskilt när det gäller tolkningen av denna fråga utifrån *common law*. R. Potts utgår från det ovan citerade rättsfallet *Carlill v. The Carbolic Smoke Ball Company* från 1892 som fastställer att vadhållning föreligger där två personer, som har motsatta uppfattningar om en osäker framtida händelse, kommer överens om att en part skall vinna från den andra parten när denna händelse inträffar och fastställs. Enligt R. Potts kan denna princip inte tillämpas i fall av *credit default swap* eftersom den part som blir betalningsskyldig vid inträffandet av en *Credit Event* inte angivit någon som helst uppfattning om inträffandet av eventuella *Credit Events* vid avtalsingåendet. Det är alltså möjligt att skyddsköparens och skyddssäljares uppfattning angående *Credit Events* inte alls skiljer sig eller att en av dem eller båda två inte har någon som helst uppfattning om dessa händelser vid avtalsingåendet. Av den anledningen kan inte *credit default swap* klassificeras som vadhållning.³

Enligt samma rättsfall krävs det, enligt R. Potts, att avtalsparter som ingår ett avtal om vadhållning har för avsikt att ingå just ett sådant avtal. Om en avtalspart inte haft denna avsikt kan inte detta avtal klassificeras som vadhållning. Enligt utlåtandet har denna omständighet en stor betydelse vid bedömningen om ett avtal är vadhållning eller inte. R. Potts har också accepterat och bekräftat samtliga argument av *ISDA*: s juridiska rådgivare angående principen som fastställts i fallet *Morgan Grenfell v. Welwyn* och angående tillämpning av *Paragraph 9* av *Schedule 1 to Financial Services Act 1986*.⁴

¹ S. James, s. 27.

² Allen & Overy, Instructions to Counsel, s. 10.

³ R. Potts, s. 9.

⁴ R. Potts, s. 9-10.

5.8 Slutsats - kreditderivats förhållande till vadhållning och spel i engelsk rätt

Analysen av vadhållning och spel i engelsk rätt ovan visar att frågan om gränsdragning mellan vad och spel och övriga avtal behandlats betydligt mer i engelsk rätt än i svensk rätt. I engelsk rätt hittar man ett rättsfall med beskrivning av vadhållning¹ som väldigt mycket liknar den beskrivning som gjorts i svensk rätt,² som analyserats ovan. Det engelska rättsfallet utesluter dessutom parternas andra intressen från avtalet om vad, vilket den svenska beskrivningen inte gör. Engelsk rättspraxis har också utvecklat en avtalsmodell som inte betraktas som vad om avtalet innehåller någon överlåtelseskyldighet.³ Detta gör att avtalsparter konstruerar och inkluderar en sådan överlåtelseskyldighet i deras avtal även om en sådan överlåtelseskyldighet inte behövs i deras avtalsförhållande. Detta tillvägagångssätt har fungerat relativt bra om denna överlåtelseskyldighet verkligen kunnat tas i anspråk av parterna i avtalet.⁴ Rättspraxis har också försökt urskilja finansiella avtal från vad genom att beteckna finansiella avtal som ”verkliga avtal”⁵ och ”avtal med kommersiellt syfte”.⁶ Dessutom formulerar *Financial Services and Markets Act 2000* begreppet avtal för differenser vilket också hjälper till att urskilja dessa avtal från avtal om vad.

De engelska rättsfall och lagtexter som analyserats ovan ger mer klarhet i frågan om förhållandet mellan vad och finansiella avtal än de svenska rättsfall som analyserats i detta avsnitt. Ändå har gränsdragningen mellan vad och finansiella avtal i engelsk rätt blivit oklar och avtalsparter som ingår t.ex. avtal om finansiella derivat har anledning att känna sig delvis osäkra på om deras avtal klassificeras som vad. Anledningen till detta är att definitionen av begreppet vadhållning som fastställts i rättspraxis⁷ är alltför generell och kan tolkas på olika sätt. Å andra sidan anses begreppen ”verkliga avtal” och ”avtal med kommersiellt syfte” som nämnts ovan vara oklara för att urskilja finansiella avtal från vadhållning. R. Potts analys av kreditderivat i förhållande till vad är inte särskilt övertygande. Kreditderivat innehåller i fall av fysisk uppgörelse skyddsköparens överlåtelseskyldighet att överlåta på skyddssäljaren *Reference Obligation* eller *Deliverable Obligation*. Denna omständighet har inte nämnts i denna analys trots de rättsfall⁸ som utesluter klassificering av dessa avtal som vad när överlåtelseskyldighet finns stipulerad i avtalet. Just när det gäller avtal om kreditderivat kan man konstatera att risken för att dessa avtal klassificeras som vad är betydligt mindre i engelsk rätt än i svensk rätt i fall där avtalsparter har avtalat om fysisk uppgörelse. När det gäller de kreditderivatavtal där avtalsparter avtalat om kontant uppgörelse skulle man kunna klassificera dem som avtal för differenser. Denna klassificering skulle kunna utesluta tillämpning av *Geming Act* under förutsättning att ingående kreditderivatavtal betraktas som investmentverksamhet. Det är inte säkert att kreditderivatverksamheten alltid skall klassificeras som investmentverksamhet vilket utgör en svaghet i detta resonemang.

¹ Carlill v. The Carbolic Smoke Ball Company [1892] 2 QB 484, 490-491.

² SOU 1938:17, s.21.

³ Re Gieve [1899] 1 QB 794, 798; Forget v. Ostigny [1895] AC 318, 323; City Index v. Leslie [1992] 1 QB 98, 112.

⁴ Universal Stock Exchange v. Strachan [1896] AC 166, 171, 173.

⁵ Universal Stock Exchange v. Strachan [1896] AC 166, 171, 173.

⁶ City Index v. Leslie [1992] 1 QB 98, 112.

⁷ Carlill v. The Carbolic Smoke Ball Company [1892] 2 QB 484, 490-491.

⁸ Re Gieve [1899] 1 QB 794, 798; Forget v. Ostigny [1895] AC 318, 323; City Index v. Leslie [1992] 1 QB 98, 112.

5.9 Slutsats - jämförelse mellan kreditderivat och spel och vadhållning

När man analyserar de rättsfall som behandlat vadhållning och spel i svensk rätt ser man att dessa rättsfall inte är många och att denna fråga aktualiserats i svensk rättspraxis relativt sällan. I de flesta rättsfallen har domstolarna inte behandlat frågan om klassificering av avtal som vad eller spel. Föremålet för dessa tvister var snarare frågan om betalningsskyldighet för vissa fordringar där det varit oklart om fordringarna tillkommit i samband med kortspel.¹ Ett liknande rättsfall har behandlat frågan om återbetalning av spelinsatser.² Av denna anledning ger sådana rättsfall inte mycket material för den analys som gjorts ovan. Däremot har en sådan fråga behandlats i Regeringsrätten³ som klassificerat ett standardiserat terminsavtal som vad trots att terminsavtal är reglerat i lagen. Detta rättsfall visar att rättsprincipen om vad och spel kan få tillämpning i olika rättsområden, som t.ex. skatterätt och att resultatet av denna tillämpning är svårt att förutse. Det faktum att det endast finns ett sådant rättsfall innebär möjligtvis att risken att kreditderivatavtal drabbas av tillämpning av denna rättsprincip är relativt liten. Fast antalet rättsfall som behandlat ett juridiskt problem är snarare ett statistiskt än ett juridiskt argument. Slutsatsen är alltså att kreditderivatavtal kan drabbas av tillämpning av rättsprincipen att avtal om vad och spel inte kan få rättskydd i domstolen. Det gäller även många andra avtalstyper särskilt, finansiella avtal men denna fråga har behandlats endast en gång i Regeringsrätten i samband med beskattning av ett standardiserat terminsavtal.

I engelsk rätt är risken att kreditderivatavtal drabbas av samma princip, som gäller som en lagbestämmelse, mindre än i svensk rätt. Ändå är denna risk inte utesluten vilket beror på den generella definitionen av begreppet vad som fastställts i *common law*. Engelsk lagstiftning och rättspraxis har behandlat problemet betydligt mer än svensk rätt och kommit till vissa kriterier som underlättar bedömningen av kreditderivat som vad eller spel. Dessa kriterier är som sagt inte helt säkra när det gäller risken att ett kreditderivatavtal klassificeras som vad eller spel.

¹ NJA 1912 s. 45; NJA 1920 s. 280; NJA 1921 s. 151

² NJA 1989 s. 768

³ RÅ 1990 ref. 32

6. KREDITDERIVATS AVTALSINGÅENDE OCH INFÖRLIVANDE AV STANDARDOKUMENTATIONEN

6.1 Inledning

ISDA Documentation är den viktigaste rättskällan för kreditderivatavtal och det är en anledning till att stora delar av denna avhandling analyserar olika aspekter av denna dokumentation. Det har redan konstaterats att dokumentationen är omfattande och har för avsikt att reglera nästan samtliga tänkbara situationer som kan uppstå i samband med verkställande av avtalet, avtalsbrott, skadestånd och liknande. Ändå finns det två viktiga situationer som inte regleras av *ISDA Documentation*. Dessa situationer är avtalsingående i kreditderivattransaktioner och övriga derivattransaktioner och införlivande av *ISDA Documentation* i dessa avtal. Dessa frågor regleras av de allmänna avtalsrättsliga principer som analyseras nedan.

6.2 Problemställning

ISDA har utfärdat en rekommendation avseende i vilken ordning avtalsparterna bör ingå enstaka delar av *ISDA Documentation* vilket kan skapa förvirring kring frågan om vid vilken tidpunkt ett derivatavtal eller ett kreditderivatavtal kommer till stånd. Denna fråga är särskilt viktig i samband med muntliga telefonsamtal och avtalsingående på detta sätt. *ISDA* har skapat sin dokumentation på det sättet att dokumentationen förutser att avtalsparterna först ingår ett muntligt avtal om en konkret transaktion som sedan följs av en skriftlig *Confirmation*. Samtliga *ISDA confirmations* inleds med en nästan identisk mening som säger att: "Syftet med detta faksimil/brev ("*Confirmation*") är att bekräfta villkoren för *Transaction* vilken avtalsparterna ingått vid *Trade Date*".¹ Även i situationer när avtalsparterna först ingått *2002 ISDA Master Agreement* och *Schedule* är det nödvändigt att förhandla och bekräfta de konkreta transaktionerna som följer därefter. *ISDA*s uppfattning om hur denna avtalsprocess borde gå till återspeglas i samtliga *confirmation* för derivat- och kreditderivattransaktioner.

Denna situation väcker frågan om vid vilken tidpunkt ett derivatavtal eller ett kreditderivatavtal kommit till stånd. Denna fråga kan vara aktuell både i situationen när avtalsparterna redan ingått *2002 ISDA Master Agreement* och *Schedule* och i situationen när de inte gjort detta. Ett konkret svar på denna fråga finns inte i *ISDA*s dokumentation. Det är visserligen så att *ISDA* formulerat sina *confirmations* på det sätt som beskrivits ovan men det finns inga *ISDA* regler som reglerar vad som är innebörden av ett muntligt avtalsingående. Man kan läsa i litteraturen att många derivat och kreditderivat transaktioner i praktiken ingås just på detta sätt som *ISDA* förutsett nämligen genom muntliga telefonsamtal.² Detta tyder på

¹ 2003 ISDA Credit Derivative Definitions innehåller Confirmation som inleds med följande mening: "The purpose of this [letter](this "Confirmation") is to confirm the terms and conditions of the Credit Derivative Transaction entered into between us on the Trade Date specified below (the "Transaction")."

² A. C. Gooch, L. B. Klein, s. 161-162.

att denna avtalsmekanism i praktiken fungerar så att ett muntligt avtal först kommer till stånd och att det muntliga avtalet därefter bekräftas med en *Confirmation*. Även om det fanns ett isolerat försök i Australien att reglera ett muntligt avtalsingående genom ett telefonsamtal¹ har ISDA aldrig försökt skapa några regler om när ett muntligt avtal om derivat eller kreditderivat kommer till stånd. Nedan följer en analys av frågan om när ett kreditderivatavtal kommer till stånd utifrån de allmänna rättsprinciper som reglerar denna fråga.

En annan viktig fråga i samband med avtalsingående i kreditderivatavtal är införlivandet av *ISDA Documentation* i dessa avtal. Eftersom kreditderivatavtal brukar ingås muntligt, genom telefonsamtal, måste avtalsparterna på något sätt inkludera det standardiserade *ISDA Documentation* i avtalet. *ISDA* har inte befattat sig med denna fråga som är oerhört viktig. Svaret på frågan hur avtalsparterna inkluderar *ISDA Documentation* i muntliga avtal måste man igen söka i de allmänna avtalsrättsliga principer som reglerar införlivandet av standardklausuler vid avtalsingående. Nedan följer en analys av frågan om införlivandet av *ISDA Documentation* utifrån de allmänna rättsprinciper som regler denna fråga.

6.3 Avtalsingåenden

Enligt det som ovan beskrivits om avtalsingåendet kommer ett kreditderivatavtal till stånd när nödvändiga avtalsrekvisit är uppfyllda. Detta sker alltså vid tidpunkten då parternas muntliga viljeförklaringar stämmer överens. Om avtalsparterna kommer överens om ett avtal om derivat eller om kreditderivat genom ett telefonsamtal, blir slutsatsen att det konkreta avtalet kommer till stånd just vid den tidpunkten. Med detta menas att det ingångna avtalet innehåller samtliga nödvändiga avtalsrekvisit för just denna konkreta derivat- eller kreditderivattransaktion som avtalsparterna åsyftat.²

Man kan vara förvånad över omständigheten att derivat- och kreditderivattransaktioner, som är väldigt komplicerade transaktioner, ingås genom muntliga avtal per telefon. Detta med hänsyn till att skriftliga avtal i dagens läge dominerar i nästan samtliga avtalsförhållanden utom enkla konsumentköp och liknande transaktioner. Anledningen till att avtalsparter i finanstransaktioner ingår muntliga avtal per telefon är att de vill ingå snabba transaktioner eftersom förhållandena på marknaden ändras ovanligt snabbt. Om avtalsparter håller på att skriva, formulera och utväxla skriftliga avtal under en längre tid skulle detta kunna resultera i att marknadssituationen ändras och förutsättningarna och motiven för avtalsingående försvinner. Därför har derivatbranschen utvecklat praxisen att muntliga avtal ingås per telefon och att de sedan bekräftas genom skriftliga *Confirmations*.

När ett muntligt avtal om derivat eller kreditderivat kommit till stånd vid telefonsamtalet efterföljs detta avtal av en *Confirmation*. Denna *Confirmation* återger i detta fall det redan ingångna muntliga avtalet. En sådan *Confirmation* är varken ett anbud eller en accept utan en skriftlig bekräftelse av ett muntligt avtal som redan existerar. Denna skillnad är viktig med hänsyn till marknadspraktik som betraktar ett avtal som existerande från tidpunkten när avtalet var ingånget muntligen, per telefon.³ I praktiken har *Confirmation* en viktig roll vid

¹ Australian Bankers' Association, Australian Society of Corporate Treasurers Limited och Australian Financial Markets Association har gjort ett försök att reglera ett muntligt avtalsingående och publicerat "Telephone Dealing Supplement for use with master agreements". Detta supplement inkluderar också ISDA Master Agreement och annan ISDA dokumentation och har till syfte att klargöra proceduren för avtalsingående och handel på telefon; Se A. C. Gooch, L. B. Klein s. 162.

² A. C. Gooch, L. B. Klein s. 162.

³ A. C. Gooch, L. B. Klein, s. 162.

avtalsingåendet vilket var anledningen till en uppfattning att avtalsingåendet i derivat och kreditderivattransaktioner är en process som består av två faser, den muntliga och den skriftliga.¹ Denna uppfattning analyseras senare i denna avdelning.

Analyserar man en skriftlig bekräftelse av ett muntligt avtal utifrån allmänna avtalsrättsliga principer kan man konstatera att bekräftelsen är en handling som sker efter avtalsslutet. Bekräftelsens viktigaste funktion är alltså att bekräfta det redan ingångna avtalet. Ändå kan användning av bekräftelser skapa oklara situationer där avtalsparter har olika uppfattningar om bekräftelsens funktion. Därför är det viktigt att urskilja sådana situationer där en bekräftelsehandling kan kvalificeras som en accept eller ett slutligt godkännande av ett villkorat avtal. Ett exempel på bekräftelsens bekräftande funktion kan vara ett avtal som ingås muntligen per telefon där en efterföljande bekräftelse anses vara en rutinåtgärd vars syfte är att undanröja oklarhet och eventuella missförstånd om avtalet och dess innehåll. Dessutom skall en bekräftelse tjäna som bevismedel för att ett avtal ingåtts.² En sådan bekräftelse är alltså inte avgörande för parternas bundenhet av avtalet eftersom avtalet kommit till stånd vid parternas muntliga kontakt.

Däremot finns det situationer i handelslivet där bekräftelsen betraktas som en avtalshandling på samma sätt som anbud och accept. I vissa fall förutsätter anbudsgivaren att han skall ha det sista ordet innan avtalet skall anses definitivt slutet. Om en sådan situation föreligger, nämligen att anbudsgivaren först skickar ett anbud som accepteras av motparten och sedan bekräftas av anbudsgivaren, är det ett avtalsslut i tre steg.³ Denna variant av avtalsingående som även kallas för offert-order-orderbekräftelse⁴ motsvarar inte bestämmelserna i avtalslagen utan avviker från dem. Genom ett sådant avtalsingående blir alltså denna process indelad i tre faser.

Avtal om kreditderivat är ett komplicerat avtal där ett muntligt avtalsslutande måste inkludera ett större antal uppgifter om den underliggande enheten, *Credit Events*, *Obligation*, *Deliverable Obligations*, uppgörelsemetoder och liknande. Även om parterna muntligen kommer överens om tillämpning av *ISDA Documentation* måste de i den muntliga fasen komma överens om ovanligt många avtalsvillkor vilket innebär en risk att de missar några viktiga avtalsbestämmelser. Av den anledningen har bekräftelsefasen en stor betydelse i samband med avtalsingående av avtal om kreditderivat. Till skillnad från avtalsingående i tre steg som beskrivits ovan författas inte *Confirmation* i fall av avtal om kreditderivat endast av en part. Denna *Confirmation* är ett standardiserat *ISDA* dokument som en part fyller i, skriver på och skickar till motparten. Motparten skriver på *Confirmation* och skickar ett exemplar tillbaka.

Det finns en uppfattning att avtalsingående av avtal om derivat och kreditderivat är en process i två faser. Den första fasen är den muntliga fasen när två handlare kommer överens om ett antal avtalsvillkor men inte om samtliga. Det är ovanligt att två handlare pratar om något annat än priset och betalningsvillkoren. Av den anledningen kan man inte räkna med att de kommit överens om t.ex. lagvalsklausuler och andra liknande avtalsklausuler. I så fall skulle man kunna säga att det muntliga avtalet blir bindande men att det saknas överenskommelse om vissa avtalsvillkor. Frågan är då vilka avtalselement avtalsparterna har kommit överens om och om de avtalselement som saknas är väsentliga för avtalet. Om samtliga väsentliga

¹ A. Hudson, *Law on financial derivatives*, para 5-02.

² A. Adlerkreutz, *Avtalsrätt II*, 5 uppl., Lund, 2001, s. 77.

³ L. Vahlén, *Om slutande av avtal (i Teori och praxis)*, Lund, 1964, s. 384 f

⁴ K. Grönfors, *Avtalslagen*, 2 uppl., Stockholm, 1989, s.64.

element har förhandlats och avtalsparterna har kommit överens om dem är situationen angående frågan om avtalet kommit till stånd klar och man kan säga att avtalet kommit till stånd. Om några väsentliga avtalselement saknas kan man ifrågasätta ett sådant avtalsingående. Av den anledningen är det nödvändigt vid ingående av derivat- och kreditderivatavtal att fullgöra den andra fasen där den skriftliga *Confirmation* skrivs och undertecknas. Enligt samma uppfattning är det allmänt känt mellan aktörerna på marknaden att det i banker och andra finansiella institutioner finns en kontroll över de avtal som handlare dagligen ingår. Denna kontroll godkänner eller inte godkänner sådana avtal. Denna omständighet bör vara känd av motparten i denna bransch vilket skulle innebära att även motparten har uppfattningen att avtalsförhandlingar måste fortsättas efter den muntliga delen och avslutas genom en skriftlig och undertecknad *confirmation*. Dessutom är det allmänt känt att det i banker och andra finansiella institutioner finns limiter för risker som en institution kan ta på enstaka motparter.¹ Denna omständighet skulle kunna innebära att ett avtal ingås under villkor att risken på denna motpart inte överskrider den fastställda limiten vilket kontrolleras senare.

Det finns ingenting att invända mot uppfattningen ovan när det gäller beskrivningen av avtalsingående som en process i två faser och viktigheten av *Confirmation* som brukar följa ett muntligt avtalsingående. Ändå är det nödvändigt att påpeka att parterna blir bundna av det muntliga avtalet och att *ISDA Confirmation* inte har funktionen av anbud eller accept. En *Confirmation* i kreditderivatavtal sker alltså efter avtalsslutet och dess viktigaste funktion är att tjäna som bevismedel för att avtalet ingåtts. Det muntliga avtalet blir bindande om det innehåller samtliga väsentliga element för ett kreditderivatavtal.

I samband med ett muntligt avtal som av någon anledning inte bekräftas med *Confirmation* finns det två problem att analysera. Det första problemet är fastställande av kreditderivatavtalets innehåll i fall när parterna inte är överens om vad som avtalats. Det andra problemet är fastställande av de avtalselement som är väsentliga för att ett muntligt kreditderivatavtal kommer till stånd.

Den första frågan om avtalets innehåll är egentligen frågan om bevisning av att vissa bestämmelser inkluderats i avtalet. Möjligheten finns att en avtalspart vägrar skriva på en *Confirmation* därför att denna part anser att villkoren som angivits i *Confirmation* inte motsvarar de villkor som inkluderats i det muntliga avtalet som ingåtts per telefon. För att undvika sådana situationer som kan uppstå i samband med muntliga avtalsingåenden per telefon spelar många aktörer på derivatmarknaden in samtliga handlares telefonsamtal. I vissa länder som till exempel Storbritannien har tillsynsmyndigheter genom sina interna föreskrifter gjort inspelningar av sådana muntliga avtalsingåenden per telefon obligatoriska för vissa finansiella institutioner.² Inspelning av telefonsamtal väcker många juridiska frågor som *ISDA Documentation* inte kan lösa. Det finns visserligen en bestämmelse i *Part 4(n)* av *Schedule* till *2003 ISDA Master Agreement* där avtalsparter kan lämna varandra samtycke till inspelning av deras telefonsamtal men i många fall gäller inte detta ramavtal mellan avtalsparterna. Motpartens samtycke kan vara viktigt eftersom i vissa länder inspelning utan ett sådant samtycke kan betraktas som ett brottsligt agerande. I vissa länder kan det vara förbjudet att använda sådana inspelningar som bevis i domstolen om det motpartens samtycke till inspelningen saknas. Därför rekommenderar man att det kan vara lämpligt att fråga motparten om dennes samtycke till inspelning, särskilt i situationer där avtalsparter inte ingått *ISDA Master Agreement*. Dessutom kan det vara lämpligt att bekräfta ett sådant samtycke

¹ A. Hudson, Law on financial derivatives, para 5-02.

² S. K. Henderson, Henderson on Derivatives, s. 611.

skriftligen och att förvissa sig om att sådana inspelningar kan användas som bevis i domstol i motpartens land.¹

Även om en part som ingår ett muntligt derivat- eller kreditderivatavtal inte blivit tillfrågad om samtycke till att spela in telefonsamtalet är det möjligt att motparten ändå gör detta. Anledningen till inspelningen kan vara interna regler hos den institution som ingår avtalet eller vissa externa regler som gäller i ett land som till exempel Storbritannien som nämnts ovan. Man får inte förlita sig för mycket på sådana inspelningar som bevismedel. Det har visat sig att kvalitén på inspelningen kan vara dålig och i vissa fall har inspelningar arkiverats under en relativt kort tid så att de inte fanns tillgängliga när man verkligen behövde dem.

Det är möjligt att dra slutsatsen att bevisningen av innehållet av ett muntligt kreditderivatavtal kan vara ett stort problem i fall när två avtalsparter inte är överens om det. Förutom eventuella inspelningar av samtal mellan parternas företrädare finns det förmodligen inga andra bevismedel, särskilt inte i form av vittnen eller i form av några dokument. När det gäller inspelningarna har det visat sig att de inte alltid är användbara i domstolar.

Den andra frågan i samband med obekräftade muntliga kreditderivatavtal gäller de avtalselement som skulle anses vara tillräckliga för att ett kreditderivatavtal skall komma till stånd. Denna fråga har aldrig analyserats vare sig i litteraturen eller i rättspraxis. *ISDA Documentation* innehåller inga bestämmelser som skulle reglera denna fråga heller. Man kan undra vad som gäller om två avtalsparter t.ex. kommit överens i ett muntligt avtal om den underliggande enheten, *Credit Events*, *Reference Obligation*, premie och vilken part skall agera som kalkylagent, men de har glömt att avtala om uppgörelsemetoden. Hur skall man lösa en sådan tvist där skyddsköparen vill överlåta på skyddssäljaren *Reference Obligation* som kommer att i framtiden förlora ännu mer av sitt värde medan skyddssäljaren vägrar det och vill göra upp genom kontantuppgörelse? Kan en domstol göra någon slags utfyllning av ett sådant muntligt avtal med hjälp av *ISDA Documentation* för att lösa tvisten? Det finns inga klara svar på dessa frågor eftersom det inte finns rättsfall som skulle behandla sådana situationer. En analys av de avtalsvillkor som stipuleras i *Confirmation* visar att samtliga dessa villkor är nästan lika viktiga och att de måste avtalas av avtalsparter för att ett avtal skall gälla. Detta kan däremot inte leda till slutsatsen att ett muntligt kreditderivatavtal som saknar ett eller flera av dessa villkor inte är bindande och att det aldrig kommit till stånd. Det finns alltså i dagens läge ingen lösning på detta problem och problemet måste uppmärksammas i samband med avtalsingåendet i kreditderivatavtal.

De två problem i samband med obekräftade kreditderivatavtal som beskrivits ovan visar att kreditderivatavtal är beroende av sin dokumentation även om de kan ingås i muntlig form. Detta var kanske anledningen till att se ingående i kreditderivatavtal som en process i två faser där bekräftelsefasen visar sig nästan lika viktig som den första muntliga fasen.

6.4 Införlivande av *ISDA Documentation* i avtal om kreditderivat

Införlivande av standardvillkor i ett individuellt avtal är inte en ny fråga i avtalsrätten. Frågan behandlades både i rättspraxis och i juridisk litteratur långt innan *ISDA Documentation* skapades. Frågan om införlivandet av standardvillkor i individuella avtal är inte reglerad i lag men vissa rättsprinciper som ger ledning i denna fråga har fastställts i rättspraxis och accepterats i juridisk doktrin.

¹ S. K. Henderson, *Henderson on Derivatives*, s. 611.

Innan införlivandet av standardvillkor i avtal om kreditderivat analyseras är det intressant att se om *ISDA Documentation* skapat något nytt i denna fråga genom sina bestämmelser. Som en utgångspunkt i denna diskussion kan nämnas att de flesta derivat- och kreditderivat ingås muntligt, genom telefonsamtal.¹ Det råder ingen tvekan om att muntliga avtal som ingås per telefon anses vara bindande för aktörer på derivatmarknaden. Sådana muntliga avtal blir bindande så fort parterna enas om de element som är nödvändiga för denna avtalstyp.² Detta har även fastställts i ett rättsfall som inte handlat om kreditderivat utan om vissa andra typer av derivattransaktioner. I detta rättsfall har domstolen analyserat 39 transaktioner mellan samma avtalsparter varav elva transaktioner var tvistiga avseende frågan om parterna ingått dem. En part påstod att de aldrig kommit överens om väsentliga avtalsvillkor och att de elva transaktionerna inte kommit till stånd innan *Confirmations* undertecknades av parterna. Domstolen tog hänsyn till att parterna ingått *1992 ISDA Master Agreement* innan de ingick de enstaka transaktionerna och fastställde att: "... the common intention of the parties was that once all terms of a particular transaction were agreed the parties intended to be bound and were bound and the confirmation document was the description, plainly shows evidence of a transaction which has already been concluded".³

*ISDA*s tanke är att avtalsparterna skulle ingå *ISDA Master Agreement* först eftersom detta är ett ramavtal. Därefter skulle parterna ingå konkreta transaktioner som bekräftas med *Confirmation* i vilket texten alltid refererar till *ISDA Credit Derivatives Definitions*. På detta sätt blir alltså även definitionerna en del av avtalet. Enligt *ISDA* skulle samma procedur följas av avtalsparterna när de ingår andra typer av derivattransaktioner som dokumenteras med *ISDA*s andra dokumentationsuppsättningar. Det som är problemet är att avtalsingåenden inte alltid sker på detta sätt utan avtalsparter gör ofta något annat, särskilt om de inte har några kontinuerliga och längre avtalsförhållanden. Då brukar de ingå transaktioner muntligen och sedan bekräfta dem genom olika *Confirmations* som hänvisar till *ISDA*s definitioner. Sådana avtalsingåenden föregås alltså inte av *ISDA Master Agreement* och det är möjligt att parterna aldrig ingår ramavtalet.

Den viktigaste frågan i detta sammanhang är hur *ISDA*s definitioner för kreditderivat inkluderas i det muntliga avtalet så att de blir bindande. Det finns en stark anledning att ställa en sådan fråga eftersom den inledande texten av *ISDA*s *Confirmation* för kreditderivattransaktioner innehåller följande formulering: "*The definitions and provisions contained in the 2003 ISDA Credit Derivatives Definitions... are incorporated into this Confirmation*".⁴ Om man tolkar denna mening så att *ISDA*s definitioner inkluderas i avtalet först i *Confirmation*, alltså när avtalet bekräftas skriftligen, har man anledning att misstänka att definitionerna inte varit inkluderade i det muntliga avtalet. Detta är kanske en felaktig slutsats eftersom formuleringen "... are incorporated into this Confirmation" eventuellt kan förstås även så att definitionerna redan blivit inkluderade i avtalet på något sätt, alltså innan avtalet bekräftas genom *Confirmation*. Hur som helst ger denna formulering inget svar på frågan hur *ISDA*s definitioner inkluderas i det muntliga avtalet innan det bekräftas genom *Confirmation*. *ISDA* har uppenbarligen inte behandlat inkludering av definitionerna i det muntliga avtalet vid avtalsingåenden och denna fråga förblev oklar i *ISDA Documentation*. Eftersom införlivandet av standardvillkor är en av de viktigaste frågorna i standardavtalsrätten

¹ A.C. Gooch, L.B. Klein, s. 372.

² A.C. Gooch, L.B. Klein, s. 162.

³ *Powercor Australia Ltd v Pacific Power* [1999] VSC 110, BC9907547, som rapporterats och analyserats av S.K. Henderson, *Henderson on Derivatives*, s. 612-617.

⁴ *ISDA*, 2003 *ISDA Credit Derivatives Definitions*, s. 61.

skall denna fråga analyseras nedan utifrån de regler som utformats i rättspraxis och juridisk doktrin. Analysen begränsas till införlivande av standardvillkor i muntliga avtal eftersom den frågan är avgörande för ingående i derivat- och kreditderivatavtal. Införlivande av standardvillkor i skriftliga avtal har i detta sammanhang en mindre betydelse och kommer inte att analyseras närmare.

6.5 *Införlivande av avtalsvillkor i muntliga avtal ingångna genom telefonsamtal*

Det har redan konstaterats att det inte finns några lagregler som föreskriver vad som är nödvändigt att göra för att vissa standardvillkor skall anses vara inkluderade i ett individuellt avtal. Reglerna som tillämpas i svensk rätt framgår av Högsta Domstolen. Besluten har också behandlats i doktrinen. I engelsk rätt regleras införlivandet av standardvillkor i individuella avtal på samma sätt.

I svensk doktrin anges som huvudregel ”... att standardvillkor måste bringas till motpartens kännedom muntligen eller skriftligen före avtalsslutet för att bli led i avtalet.”¹ I engelsk litteratur hittar man en liknande formulering avseende samma fråga där man säger att: ”...*the courts focus attention upon the party relying upon the terms and ask themselves whether the party has taken reasonable steps to bring notice of the term or terms to the attention of the other party*”.²

Principerna är klara avseende plikten att bringa standardvillkoren till motpartens kännedom före avtalsingåendet. Hur skall man tillämpa denna princip för att bedöma en situation där man på telefon till motparten säger att *ISDA Documentation* gäller? Har man bringat standardvillkor till motpartens kännedom om man förfarit på detta sätt? Vilken kännedom om dessa standardvillkor kan en motpart få på grund av ett sådant uttalande? Frågorna är specifika för muntliga avtal och det är intressant att undersöka om det finns några specifika principer för införlivande av standardvillkor per telefon.

Efter en genomgång av tillgängliga källor visar det sig att det finns få kommentarer om införlivande av standardvillkor i ett muntligt avtal genom telefonsamtal. Den enda kommentaren om sådana omständigheter i svensk litteratur beskriver en situation där en person beställer en vara eller en tjänst per telefon. I en sådan situation ”ligger det sålunda normalt underförstått att detta sker på näringsidkarens allmänna villkor, såvida det inte är fråga om oväntade eller särskilt tyngande klausuler”.³ Denna uppfattning har i korthet kommenterats i nordisk doktrin på så sätt att ett sådant muntligt införlivande av standardvillkor skulle kunna accepteras i bank-, försäkrings- och transportverksamhet.⁴ Även om det inte är sagt uttryckligen verkar det vara så att dessa uttalanden om avtalsingåenden per telefon avser avtal mellan konsument och näringsidkare. Eftersom derivat- och kreditderivattransaktioner ingås uteslutande mellan näringsidkare blir det svårt att jämföra situationen med muntliga avtalsingåenden i derivattransaktioner. Några andra specifika regler om införlivande av standardvillkor i muntliga avtal som ingås per telefon finns inte.

Hur går det då till i verkligheten att införliva *ISDA Credit Derivative Definitions* som standardvillkor i ett muntligt avtal som ingås per telefon? Det verkar som ett sådant införlivande aldrig skapat problem eller varit anledning till någon tvist mellan avtalsparter

¹ U. Bernitz, s. 32.

² E. McKendrick, *Contract Law, Text Cases and Materials*, Oxford, 2003, s. 354.

³ U. Bernitz, s. 33.

⁴ T. Wilhelmsson, s. 72.

som ingår kreditderivattransaktioner. Detta gäller även de övriga derivattransaktioner som dokumenteras med *ISDA Documentation*. Ingen tvist rörande denna fråga har rapporterats i rättspraxis eller i litteraturen utom i ett rättsfall som nämnts ovan.¹ Innebär detta att avtalsparter som ingår derivat- och kreditderivattransaktioner har särskilda kunskaper och följer särskilda regler om införlivande av standardavtal i muntliga avtal som ingås per telefon? Svaret på denna fråga är förmodligen negativt eftersom avtalsparter representeras vid sådana avtalsingåenden per telefon av så kallade handlare som inte brukar vara jurister. Handlarna får vanligtvis en utbildning i *ISDA Documentation* och avtalsingående och de som ingår kreditderivattransaktioner vet mycket väl vad de sysslar med. Men handlarnas expertis domineras av kunnande om kreditrisker, referensenheter, *Credit Events*, premier, marknadsförhållanden och liknande. Det är svårt att tro att sådana personer, alltså icke-jurister, kan tolka regler om införlivande av standardvillkor, särskilt då reglerna inte är reglerade i lagtext. Det som sker i verkligheten är att handlarna muntligt hänvisar till *ISDA Documentation* eller kanske preciserar ytterligare och hänvisar till *2003 ISDA Credit Derivatives Definitions* eller kanske till de äldre definitionerna från 1999.

Oklart i detta förfarande är om en sådan hänvisning kan uppfattas som bringande av standardvillkor till motpartens kännedom. Principen om bringandet av standardvillkor till motpartens kännedom preciserar inte vilken kännedom motparten skall få. Man kan anta att ett stort antal motparter i derivat- och kreditderivattransaktioner har kännedom om transaktionerna som de ingår men det finns även sådana motparter som inte har det. Vad gäller i dessa situationer? Är man skyldig att utbilda motparten om *ISDA Documentation*? Ett svar på frågan hittar man i en princip som gäller införlivande av standardvillkor i både muntliga och skriftliga avtal. Enligt denna princip anses det att det räcker med att göra en uttrycklig och tydlig hänvisning i det enskilda avtalet till standardvillkoren genom en så kallad referensklausul, under förutsättning att villkoren finns tillgängliga på sådant sätt att motparten har tillfälle att ta del av dem före avtalsingåendet. Det anses orealistiskt att kräva att motparten verkligen tar del av standardvillkoren eller att motparten skall läsa dem.²

Det är alltså viktigt att standardvillkoren som det enskilda avtalet hänvisar till finns tillgängliga för motparten före avtalsingåendet. Frågan har behandlats i svensk rättspraxis i ett rättsfall³ som blev känt under namnet ”Adriaresor”. En resenär som deltog i en gruppresa med charterflyg avvek från gruppen på resmålet. Sista dagen, när resenären kom till flygplatsen för att resa hem, hade flygplanet med gruppen redan lyft därför att hemresan tidigare lagts. Resenären köpte då en reguljär biljett till Sverige och stämde researrangören för ersättning avseende kostnaden för denna biljett. Researrangören bestred resenärens yrkande med argumentet att resevillkoren innehöll en bestämmelse om att en resenär som avviker från gruppen på resmålet måste senast dagen före hemresan kontakta färdledningen för att kontrollera tidpunkten för hemresan. Detta hade resenären inte gjort. Resenären invände att hon varken fått del av resevillkoren eller upplysts om denna bestämmelse på annat sätt. Målet kom till HD som fastställde att konsumenter normalt var medvetna om förekomsten av sådana villkor för sällskapsresor och att researrangören fick anses berättigad att förutsätta att resenären tagit del av broschyren med dessa villkor. På detta sätt ansågs resevillkoren vara inkluderade i avtalet. Sådana standardklausuler blir alltså bindande med undantag för överraskande och för resenären särskilt tyngande bestämmelser.

¹ Powercor Australia Ltd v Pacific Power [1999] VSC 110, BC9907547

² U. Bernitz, s. 32.

³ NJA 1978 s 432

Det finns ett annat intressant rättsfall från HD som blev känt under namnet "Lastbilcentralen".¹ I detta rättsfall hade en byggnadsfirma och en ekonomisk förening som hade ordet "Lastbilcentral" i sitt namn muntliga förhandlingar om röjnings- och schaktningsarbeten som skulle utföras av Lastbilcentralen. Därefter skickade byggnadsfirman sin beställning som innehöll bl.a. hänvisning till standardvillkor AB 72. En tvist uppstod mellan parterna och byggnadsfirman åberopade standardvillkoren. Lastbilcentralen ansåg att standardvillkoren aldrig blivit inkluderade i avtalet därför att de inte nämnts vid muntliga förhandlingar. Dessutom hade Lastbilcentralen aldrig fått något exemplar av AB 72. HD tog ställning till att standardvillkoren blivit inkluderade i avtalet genom byggnadsfirmans beställning och att de skulle tillämpas. Motiveringen var bl.a. att Lastbilcentralen var näringsidkare som ofta åtagit sig liknande entreprenader och att den inte haft någon underordnad ställning i förhållande till byggnadsfirman.

Samma fråga om huruvida standardvillkor funnits tillgängliga för motparten före avtalsingåendet har behandlats i ett känt engelskt rättsfall.² En reklambyrå beställde ett antal fotografier från 50-talet från en fotoaffär för en reklamkampanj. Avtalet ingicks per telefon mellan representanter för reklambyrån och fotoaffären. Fotoaffären skickade en väska med stora fotografier till reklambyrån och längst ner i väskan fanns ett dokument med titeln "Villkor". Bland dessa villkor fanns det en bestämmelse innebärande att samtliga fotografier måste återlämnas till fotoaffären inom 14 dagar från leveransen. Om fotografierna inte återlämnades inom denna tidsfrist hade fotoaffären rätt att debitera sina kunder fem pund dagligen för varje foto. Reklambyrån använde inte fotografierna och de låg i deras lokaler under en längre tid än 14 dagar. Fotoaffären skickade då en räkning på 3.783 pund för den tid som överskridit 14 dagar men reklambyrån vägrade betala. Motivering för vägran var att "Villkoren" inte blivit inkluderade i avtalet som ingicks per telefon. Målet kom till *Court of Appeal* som fastställde att "Villkoren" inte varit del av det muntliga avtalet eftersom de var en del av de leveransdokument som överlämnats till reklambyrån senare. Representanter för reklambyrån hade alltså inte tillfälle att läsa dessa villkor före avtalsingåendet.

I engelsk rättspraxis hittar man ett annat intressant rättsfall som behandlar frågan om vad som anses vara standardvillkor. I rättsfallet³ hade en kund hyrt en stol från en uthyrningsfirma. Vid uthyrningen hämtade kunden stolen, betalade hyran och fick ett slags biljett från uthyrningsfirman. Det visade sig senare att biljetten innehöll vissa standardvillkor, bland annat en friskrivningsklausul i fall av att någon skada skulle uppstå för kunden genom användning av uthyrda möbler. Kunden var inte medveten om att biljetten innehöll några tryckta bestämmelser, läste inte texten på biljetten och uppfattade inte biljetten som standardvillkor. Under användningen sprack stolen under kunden vilket orsakade vissa skador och kunden stämde uthyrningsfirman för skadestånd. Uthyrningsfirman åberopade friskrivningsklausulen från biljetten men domstolen accepterade inte denna argumentation. Enligt domstolen blev denna biljett, som domstolen betecknade som ett "*receipt*", aldrig en del av uthyrningsavtalet.

Förutom detta rättsfall innehåller engelsk rättspraxis flera andra viktiga rättsfall avseende införlivande av standardvillkor i olika avtal. Samtliga dessa behandlar dock införlivandet av olika typer av standardiserade friskrivningsklausuler vilka anses vara tyngande villkor. Engelska domstolar har traditionellt haft en restriktiv inställning till införlivandet av sådana

¹ NJA 1980 s. 46

² Interphoto Picture Library Ltd. v. Stiletto Visual Programmes Ltd. [1989] QB 433, C. A.

³ Chapleton v. Barry UDC [1940] 1 KB 532

standardiserade friskrivningsklausuler.¹ Anledningen till detta är att införlivande av standardvillkor med friskrivningsklausuler kan vara resultatet av en parts dominerade ställning och dennes starkare förhandlingsposition.² Eftersom införlivandet av *ISDA Documentation* i muntliga avtal skiljer sig från införlivandet av standardiserade friskrivningsklausuler behandlas inte de engelska rättsfallen vidare i texten.

Det är intressant att i detta sammanhang analysera om UNIDROIT Principles of International Commercial Contracts (Unidroit) och Principles of European Contract Law (PECL) innehåller några regler som skulle kunna ge en vägledning i denna fråga. Unidroit definierar standardvillkor som sådana villkor som författats av en avtalspart för allmän och upprepad användning utan förhandlingar med motparten.³ Dessutom reglerar Unidroit vissa situationer när standardvillkor strider mot förhandlade avtalsvillkor och när båda parterna använt sina egna standardvillkor vid avtalsingåendet. Dessa bestämmelser reglerar alltså inte införlivande av standardvillkor i muntliga avtal och ger ingen vägledning i denna fråga. PECL reglerar avtalsvillkor som inte är individuellt förhandlade och föreskriver att sådana villkor måste bringas till motpartens kännedom före eller vid avtalsingåendet.⁴ Denna princip överensstämmer med de rättsprinciper som gäller i svensk och engelsk rätt som beskrivits ovan men den ger ingen vägledning i frågan om införlivande av sådana villkor i muntliga avtal heller.

Det framgår av rättspraxisen som citerats ovan att standardvillkoren måste finnas tillgängliga på ett sådant sätt att motparten har tillfälle att ta del av dem före avtalsingåendet. Det gäller både situationer där en avtalspart utformat standardvillkor och situationer där partens branschorganisation gjort detta. Om man analyserar parter som ingår derivat- eller kreditderivattransaktioner ser man att dessa parter inte författat *ISDA Documentation* själva. Dokumentationen har utformats av en branschorganisation där kanske båda parterna är medlemmar. I situationer där avtalsparterna är säkra på att deras motparter använder *ISDA Documentation* dagligen i sitt arbete behöver de inte bry sig om motparten har tillfälle att ta del av dokumentationen. *ISDA*s dokumentationsuppsättningar är tillgängliga för alla på *ISDA*s hemsida mot en liten avgift. Detta gäller naturligtvis under förutsättning att en avtalspart verkligen kan bevisa att motparten använt *ISDA Documentation* tidigare. Om avtalsparter inkluderar *ISDA Documentation* i ett muntligt avtal som ingås per telefon finns det ingen anledning att skilja denna situation från införlivande av samma dokumentation i ett skriftligt avtal. Men även om en part inte kan bevisa att motparten använt *ISDA Documentation* kan man acceptera att denna dokumentation funnits tillgänglig och att motparten haft tillfälle att ta del av den före avtalsingåendet.

Samma slutsats gäller situationer där en motpart muntligt accepterat tillämpningen av *ISDA Documentation* utan att parten haft kännedom om dokumentationen. Det finns ingen anledning att behandla denna part på något annat sätt eftersom dokumentationen funnits tillgänglig före avtalsingåendet. Det har redan konstaterats ovan att det anses orealistiskt att kräva att motparten verkligen tar del av standardvillkoren eller att han läser dem.⁵

Frågan om bevisningen om det blir tvist mellan avtalsparterna avseende införlivandet av *ISDA Documentation* eller några andra avtalsvillkor är viktig när det gäller muntliga

¹ E. McKendrick, *Contract Law*, 5 uppl, Basingstoke, Hampshire, 2003, s. 195f.

² L. Koffman, E. Macdonald, *The Law of Contract*, 5 uppl, London, 2004, s. 167.

³ Art. 2.1.19 (2) UNIDROIT Principles of International Commercial Contracts 2004

⁴ Art. 2:104 Principles of European Contract Law

⁵ U. Bernitz, s. 32.

avtalsingåenden. Frågan är inte löst på ett tillfredsställande sätt utom genom att avtalsparterna senare bekräftar det muntliga avtalet genom *Confirmation*. Detta är ett sätt för avtalsparter att få det muntliga avtalet i en skriftlig form och utgör en stark anledning för parterna att skriva och underteckna *Confirmations* så fort som möjligt. Det finns rekommendationer att den avtalspart som skall skriva *Confirmation* bör göra det inom en dag och skicka den till motparten. Man rekommenderar också att motparten undertecknar och skickar tillbaka ett exemplar inom maximum fem dagar. Dessa perioder skulle kunna vara något längre om det handlar om komplicerade transaktioner men bör inte överskrida tjugo dagar.¹

6.6 Slutsats – muntliga avtalsingåenden och införlivande av ISDA Documentation i kreditderivatavtal

Det har redan konstaterats att *ISDA Documentation* är ett mycket ambitiöst standardavtal som reglerar många komplicerade rättsfrågor som påföljder för avtalsbrott, skadestandsfrågor, uträkning av parternas betalningar vid avtalshävning, kvittning, nettning, vissa skatterättsliga frågor osv. Dessutom utfärdade ISDA år 1992 och år 2002 s.k. *Users' Guides* för *ISDA Master Agreement* med anvisningar för tillämpningen av detta avtal. Varken *ISDA Master Agreement* eller någon *Users' Guide* innehåller några regler eller anvisningar om muntliga avtalsingåenden eller om införlivande av *ISDA Documentation* i sådana avtal. Detta kan uppfattas om en svaghet av *ISDA Documentation*.

I brist på *ISDAs* regler kan man tillämpa de allmänna rättsprinciper som reglerar muntliga avtalsingåenden. Samtidigt måste man vara medveten om att kreditderivattransaktioner är väldigt komplexa avtal där det muntliga avtalet bör bekräftas genom ett skriftligt dokument. Denna omständighet har varit klar även för *ISDA* som författat omfattande *confirmations* inte endast för kreditderivattransaktioner utan även för andra derivattransaktioner som dokumenteras med *ISDA Documentation*. Som en slutsats kan man säga att ett muntligt avtal om kreditderivat är bindande och att det kommer till stånd när parterna kommer överens om avtalets huvudvillkor. Även om man alltid måste vara försiktig avseende bevismöjligheterna av muntliga avtalsbestämmelser kan man konstatera att muntliga transaktioner per telefon inte orsakat några tvister i samband med kreditderivattransaktioner. En anledning till detta kan vara en allmänt accepterad praxis bland aktörer som ingår derivattransaktioner att sådana transaktioner bekräftas genom skriftliga *Confirmations*. Den *Confirmation* som används för avtal om kreditderivat är omfattande men den underlättar det muntliga avtalsingåendet om avtalsparter följer bekräftelsens struktur.

Analysen om införlivandet av *ISDA Documentation* i muntliga derivat- och kreditderivatavtal ingångna per telefon visar att detta avtalsmoment inte skiljer sig väsentligt från införlivandet av standardvillkor i skriftliga avtal. Detta innebär att avtalsparter skall tillämpa de rättsprinciper för införlivande av standardvillkor som diskuterats ovan för att få *ISDA Documentation* inkluderad i sina avtal. Även i detta fall måste parterna vara medvetna om bevismöjligheterna av muntliga avtalsbestämmelser och nödvändigheten av att bekräfta sådana avtal igenom skriftliga dokument.

¹ S. K. Hedenrson, Henderson on Derivatives, s. 619.

7. KREDITDERIVATS DOKUMENTATION SOM STANDARDAVTAL, HANDELSBRUK OCH DEN VIKTIGASTE RÄTTSKÄLLAN

7.1 Inledning

Nedan analyseras *ISDA Documentation* för kreditderivat i egenskap av standardavtal, handelsbruk och den viktigaste rättskällan för avtal om kreditderivat. Frågan om bundenhet av *ISDA Documentation* utan dess införlivande i kreditderivatavtal analyseras också nedan samt utvecklingen av dokumentationen för användning i den globaliserade världen och lanseringen av dokumentationen som en ny finansiell produkt.

7.2 Problemställning

ISDA Documentation har i denna avhandling kallats för en delvis standardiserad dokumentation vilket är en korrekt beteckning med hänsyn till dokumentationens innehåll och omfattning. *ISDA Documentation* kräver mycket av avtalsparterna för att deras avtal skall få ett innehåll som kan verkställas. Texterna är omfattande och komplicerade och är varken lättlästa eller lättförståeliga. Dokumentationen erbjuder flera alternativ som måste väljas för att parterna skall få till stånd ett fungerande avtal och om parterna inte fyller i dokumentationen på ett korrekt sätt kan de inte vara säkra på att de åstadkommit det resultat som de tänkt sig vid avtalsingåendet. Arbetet med att få ett avtal till stånd inkluderar bland annat en förhandling om alternativen som parterna skall välja, vilket kan dra ut på tiden. Det händer ibland att bara ingåendet av *ISDA Master Agreement* kan ta ett år. Genom ramavtalet har då parterna visserligen kommit överens om ett stort antal avtalsbestämmelser, men dessa har inte någon funktion om parterna inte fortsätter och ingår en konkret transaktion. En konkret kreditderivatransaktion innebär en förhandling om *Confirmation*, och samtidigt måste då även *ISDA Credit Derivative Definitions* förhandlas. *ISDA Credit Derivative Definitions* är det mest komplicerade dokumentet i *ISDA Documentation* och i extrema fall kan det hända att denna förhandling tar ytterligare ett år och blir invecklad för avtalsparter som inte har erfarenhet av denna avtalstyp. Frågan är då hur många av de tänkta, förhandlade kreditriskerna som fortfarande existerar efter två år. Detta i sin tur ger upphov till frågan om *ISDA Documentation* underlättar eller försvårar avtalsingåendet i kreditderivatransaktioner. Har *ISDA* haft för syfte att skapa en standardiserad dokumentation som underlättar avtalsingående eller ett regelverk som har någon annan funktion?

ISDA Documentations ovanliga omfattning skapar flera viktiga problem i samband med dess tillämpning. Med det menas inte de eventuella oklarheter och svagheter i dokumentationen som delvis analyserats i denna avhandling. Den diskussion som följer nedan behandlar *ISDA Documentation* i samband med den funktion och det syfte som dokumentationen har i olika situationer. Det är värt att påminna om i detta sammanhang att *ISDA Documentation* för kreditderivatransaktioner fortfarande är ett rättsmaterial som inte är helt stabilt och att det kommer att utvecklas med tiden. Dokumentationens relativa instabilitet å ena sidan och dess snabba spridning och dess genomslag å den andra är två viktiga faktorer som bidragit till att

det uppstår specifika problem i samband med dess tillämpning. Sådana problem är kanske inte typiska vid tillämpningen av en internationell dokumentationsuppsättning som haft en lugnare och längre utvecklingsperiod.

Det problem som kräver en djupare analys är funktionen och karaktären av *ISDA Documentation* utifrån standardavtalsrätt samt handelsbruk och sedvänja. En analys av *ISDA Documentation* som ett standardavtal väcker också frågor om dokumentationens syften. Dessa syften skiljer sig från dem som andra internationella dokumentationsuppsättningar har, särskilt internationella standardavtal inom internationell handel och transportverksamhet. Skillnaderna avseende standardavtalens syften är viktiga att uppmärksamma i följande avsnitt. Som en del av denna analys skall ytterligare en fråga analyseras, nämligen om *ISDA Documentation* kan ha en skiftande effekt så att den fungerar som ett standardavtal i vissa situationer och som handelsbruk och sedvänja i andra.

Vissa finansiella institutioner som är medlemmar i *ISDA* har aktivt bidragit till utformningen av *ISDA Documentation* och har möjligtvis påverkat dokumentationen på ett sätt som gynnar deras intressen. Denna omständighet är viktig att undersöka i varje standardavtal och den kommer att utgöra en del av analyserna som nämnts ovan.

Det är ovanligt att i en avhandling analysera marknadsföring och försäljning av ett nytt standardavtal. Ändå analyseras även dessa aspekter av *ISDA Documentation* nedan. Dessa aspekter är viktiga för förståelse av dokumentationens snabba spridning på den globaliserade finansmarknaden.

När det gäller analysen av funktionen och karaktären av *ISDA Documentation* är den inte begränsad endast till standardavtal och handelsbruk. *ISDA Documentation* utgör ett omfattande internationellt regelverk som försöker reglera allt som *ISDA* kunnat förutse i samband med ingående av kreditderivattransaktioner. Dokumentationen lämnar endast få frågor, reglerade av imperativ rätt, till parternas nationella lagstiftningar. Genom sina definitioner försöker dokumentationen omfatta samtliga former av juridiska figurer och de företeelser som de får i olika lagstiftningar. Det verkar vara så att *ISDA*s ambition inte varit att skapa endast ett standardavtal utan ett slags regelverk vars egenskaper överstiger det som vanligtvis betecknas som ett standardavtal. Därför är det nödvändigt att analysera resultatet av *ISDA*s försök.

Problemställningarna som nämnts ovan förekommer i både svensk och engelsk rätt och även i andra rättssystem. Särskilt svensk rätt innehåller viktiga rättskällor inom formulärrätt och standardavtalsrätt som utgör en viktig grund för analyserna.

7.3 *ISDA Documentation* och standardavtal

En diskussion om *ISDA Documentation* i förhållande till begreppet standardavtal kräver som utgångspunkt en förklaring eller en definition av vad som är ett standardavtal. Svensk juridisk doktrin innehåller den definition som här skall användas för bedömningen av om *ISDA Documentation* är ett standardavtal. Enligt definitionen¹ kan standardavtal: "... definieras såsom sådana avtal, som helt eller delvis ingås enligt i förväg upprättade standardiserade villkor avsedda att tillämpas likartat i ett större antal konkreta avtalssituationer av viss art, i vilka åtminstone den ena parten växlar." Ett annat sätt att analysera vad som är ett

¹ U. Bernitz, Standardavtalsrätt, 6 uppl., Stockholm 1993, s. 12.

standardavtal är att fastställa element som kännetecknar standardavtal och därmed undvika juridiska definitioner. Det finns huvudsakligen tre element som kännetecknar standardavtal. Det första elementet är att standardvillkoren upprättas i syfte att användas i ett flertal särskilda avtal. Det andra elementet är att standardvillkoren upprättas för framtida avtalsrelationer. Det tredje elementet är att standardvillkoren är avsedda för tillämpning i förhållande till många olika avtalsparter.¹ Man kan göra en jämförelse mellan ett standardavtal och ett individuellt avtal som två avtalsparter utformat vid ett avtalstillfälle och sedan använt flera gånger i oförändrat form. Det individuella avtalet är inte ett standardavtal på grund av att det används av samma parter vid flera avtalstillfällen. Sådan användning av ett avtal kallas för partsbruk. Det som kännetecknar ett standardavtal är att det skall användas i olika avtalssituationer.² Med detta menas att en avtalspart skall använda avtalet vid ingående av avtal med flera olika motparter.

Ett standardavtal brukar innehålla ett så kallat standardformulär där avtalsvillkoren är förtryckta och avsedda för tillämpning i flera avtalsförhållanden. Dessa standardiserade avtalsvillkor kan variera i omfattning från några kortare avtalsbestämmelser till en mycket omfattande dokumentation om tiotals sidor eller fler. Det är möjligt att avtalsparter inkluderar standardiserade avtalsvillkor i kombination med individuellt överenskomna avtalsvillkor. Ibland finns standardiserade avtalsvillkor tryckta på avtalets baksida och ibland finns sådana standardiserade villkor tryckta i ett separat dokument som finns tillgängligt för parterna. När standardvillkor finns i ett separat dokument brukar avtalet innehålla en hänvisning till detta.

Standardvillkor måste inkluderas som en del av varje enskilt avtal som avtalsparterna ingår. De måste bringas till motpartens kännedom muntligen eller skriftligen före avtalsingåendet för att sådana villkor skall bli en del av avtalet. Detta kallas för införlivande av standardvillkor och innebär att villkoren inkorporeras i avtalet. Införlivandet av standardvillkor med det enskilda avtalet sker genom att standardvillkoren finns i avtalsdokumentet tillsammans med de individuella villkoren. Om standardvillkoren finns i ett annat dokument, alltså inte i avtalsdokumentet som skrivs under av parterna, finns det en risk att standardvillkoren inte blir införlivade i avtalet på ett korrekt sätt och att de därmed inte blir bindande. Det är nödvändigt vid avtalsingående med separata dokument att i avtalet inkludera en bestämmelse som hänvisar till standardvillkoren som en del av avtalet. Standardvillkoren måste dessutom finnas tillgängliga för motparten att utan svårighet ta del av innan avtalsingåendet. Införlivandet av standardvillkor i samband med *ISDA Documentation* har analyserats ovan.

Utformningen av standardavtal kan variera kraftigt med avseende på antalet standardiserade villkor i förhållande till antalet individuellt utformade villkor som inkluderas i avtalet. Det är möjligt att ett avtal till stor del består av standardiserade avtalsvillkor med få individuella avtalsbestämmelser. Det finns även sådana avtal som domineras av individuella avtalsvillkor.³

Standardavtalen författas ofta av den ena avtalsparten, till exempel av ett säljarföretag, och kallas då för ett ensidigt upprättat standardavtal. Det händer att parten som utformat ett ensidigt upprättat standardavtal vägrar ingå avtal på andra villkor och inte ger motparten något annat val än att acceptera eller inte acceptera avtalet. Sådant standardavtal kallas för anslutningsavtal och sådana avtalsvillkor som inte går att ändra genom förhandlingar kallas

¹ T. Wilhelmsson, Standardavtal, 2 uppl., Helsingfors, 1995, s. 34.

² J. Ramberg, Standardavtal med kommentar till 1994 års avtalsvillkorslag, Supplement till Allmän avtalsrätt, Stockholm 1995, s. 7.

³ T. Wilhelmsson, s.33

för anslutningsvillkor.¹ I engelsk rätt kallas sådana avtal för *contracts of adhesion* och förklaras med att den avtalspart som utformat ett sådant avtal är ekonomiskt en mycket starkare part med en starkare förhandlingsposition i förhållande till motparten.² Anslutningsavtal kan vara utformade av en branschorganisation vilket däremot inte innebär att samtliga branschutformade standardvillkor är anslutningsvillkor.

Det finns en annan typ av standardavtal som utformas av två parter eller två branschorganisationer. I sådana standardavtal brukar standardvillkoren vara mer balanserade mellan avtalsparterna som ett resultat av samverkan mellan avtalsparterna eller mellan respektive branschorganisation vid villkorsutformningen. Sådana avtal kallas i Sverige för *agreed documents*.³ I engelsk rätt kallas de standardavtal där avtalsparter har möjlighet att ändra standardvillkor och förhandla olika individuella avtalsbestämmelser för *model contracts*.⁴

Mot bakgrund av vad som ovan beskrivits om standardavtal kan man göra en bedömning av om *ISDA Documentation* utgör ett standardavtal. Tar man det första elementet i definitionen ovan, nämligen att det handlar om i förväg upprättade standardiserade villkor, kan man med säkerhet konstatera att det är uppfyllt. Detta gäller varje dokument i *ISDA Documentation*, alltså *ISDA Credit Derivative Definitions*, *Confirmation* och *ISDA Master Agreement*. Samtliga dessa dokument är utformade av *ISDA* med standardiserade villkor som är avsedda att tillämpas på samma sätt. Det andra elementet, att *ISDA Documentation* är avsedd för tillämpning i ett större antal konkreta avtalssituationer av viss art, är också uppfyllt. Dokumentationen har inte utformats endast för ett avtal mellan två avtalsparter utan med avsikten att dokumentationen kan tillämpas i flera avtalssituationer som resulterar i ett avtal om kreditderivat. Slutligen, det tredje elementet, att åtminstone den ena avtalsparten växlar, är också uppfyllt eftersom *ISDA* har skapat sin dokumentation för ett större antal dokumentationsanvändare. I verkligheten används *ISDA Documentation* av många aktörer där *ISDA*s medlemmar utgör en stor grupp. Tar man hänsyn till att *ISDA* har mer än 600 medlemmar från 46 länder kan man vara säker på att många parter redan har växlat på såväl skyddsköparens som skyddssäljarens sida.

Analyserar man funktionen av *ISDA Documentation* utifrån de element som kännetecknar ett standardavtal, kan man med säkerhet konstatera att denna dokumentation är ett sådant.

7.4 *ISDA Documentation och standardavtalens syften*

Användningen av standardavtal under en lång tid har visat att olika standardavtal har ett antal gemensamma huvudsyften. Analysen som följer nedan visar att *ISDA Documentation* har gemensamma syften med andra standardavtal men att *ISDA Documentation* även har syften som skiljer sig från andra standardavtal, särskilt då äldre typer av standardavtal.

7.4.1 *ISDA Documentation och rationaliseringssyftet*

Det första syftet som är gemensamt för samtliga standardavtal är rationaliseringssyftet.⁵ Många aktörer på marknaden driver verksamhet som kännetecknas av så kallade massavtal.

¹ T. Wilhelmsson, s. 35-36.

² P. Dobson, Charlesworth's Business Law, 16 uppl., London, 1997 s. 33.

³ U. Bernitz, s. 13.

⁴ P. Dobson, s. 33.

⁵ U. Bernitz, s. 14.

Aktören kan inte förhandla avtalsvillkoren med hundratals eller tusentals kunder varje dag, utan verksamheten kräver standardvillkor, särskilt inom konsumenträtten men även inom andra rättsområden. Rationaliseringssyftet uppfattas som nödvändigt inom standardavtalsrätten. Rationaliseringssyftet har funnits med i grunden vid utformningen av dokumentationen för avtal om kreditderivat även om aktörerna som ingår sådana transaktioner inte använder dokumentationen så många gånger varje dag. Kreditderivattransaktioner är komplicerade och innehåller många detaljer och det är därför lättare att använda en standardiserad dokumentation än att förhandla detaljerna vid varje enskilt avtalstillfälle.

När man diskuterar rationaliseringssyftet utgår man från att ett standardavtal blir utformat på ett sätt så att det kan användas och ingås av icke-jurister. De flesta standardavtal som används är utformade på detta sätt, särskilt avtal som tillämpas inom internationell handel av till exempel kommersiella avdelningar på olika handelshus eller företag, speditörer, agenter, banker och andra aktörer. Det är svårt och tidskrävande att utforma enkla och lättillämpliga standardavtal. *ISDA* har inte lyckats med att utforma en sådan enkel dokumentation och därför behöver avtalsparterna hjälp av kvalificerade jurister som har erfarenhet av kreditderivattransaktioner vid avtalsingåendet. *ISDA Documentation* är som sagts tidigare väldigt komplicerad och svårtillämpad även för jurister som inte har erfarenhet av sådana transaktioner. Det enda resultatet som för närvarande syns i frågan om *ISDA Documentation* har uppnått något rationaliseringssyfte är en rationalisering av juristernas arbete.

Förhoppningsvis kommer denna situation att förbättras i framtiden i takt med att kunskapen om *ISDA Documentation* fördjupas.

7.4.2 *ISDA Documentation* och precisering av rättsläget

Standardavtal har även syftet att precisera rättsläget. Beträffande avtalstyper som inte är reglerade i lagen och där rättspraxis inte ger mycket material för avtalstolkning framstår detta syfte som extra viktigt. Det anses att vikten av precisering av rättsläget är särskilt stark inom internationell handel och transportverksamhet där det förekommer standardavtal med mycket stor spridning. Sådana standardavtal som resulterat i en enhetlig tillämpning av vissa regler utgör ett betydande bidrag till utveckling av *lex mercatoria*. Detta begrepp beskrivs som ett "...självt utbildat rättssystem för den internationella storhandeln, byggt på allmänt använda standardavtal och sedvana. Detta system framstår i huvudsak såsom oberoende av rättsordningen i något visst land, och rättstvister slits huvudsakligen genom skiljedom".¹

Vid första intrycket verkar det som *ISDA Documentation* har preciserat rättsläget eftersom rättsläget inte varit klart innan de första definitionerna utformades 1999. Å andra sidan var ingenting klart i samband med tillämpningen av olika kreditderivattransaktioner och det fanns knappast något rättsläge som skulle kunna preciseras genom utformning av en standardiserad dokumentation. Detta visar att *ISDA Documentation* och dess hastiga utveckling haft andra syften som man inte hittar i utvecklingen av andra standardavtal i internationella avtalsrelationer. När det gäller kreditderivattransaktioner kan man säga att det som skedde under perioden 1992-1999 var skapandet av ett avtalskoncept som under perioden fick sina huvudkonturer. Rättsläget var under 1992-1999 oklart, särskilt när det gällde klassificeringen av avtalet och parternas rätt att driva en sådan rörelse vilket diskuterats i de föregående kapitlen. Dessa omständigheter ger anledning till slutsatsen att utformningen av *ISDA Documentation* haft till syfte att fastställa och stabilisera avtalskonceptet snarare än att

¹ U. Bernitz, s. 15.

precisera rättsläget. Den snabba utvecklingen och utformningen av en standardiserad dokumentation för ett internationellt avtal såsom *ISDAs Documentation* väcker frågor om dess kompetens och kapacitet att åstadkomma ett någorlunda tillfredsställande resultat. Frågorna behandlas senare i texten men en preliminär slutsats är att *ISDAs* definitioner för kreditderivat har uppfyllt syftet att fastställa och stabilisera avtalskonceptet. Definitionerna från 1999 har ändrats och kompletterats genom nya definitioner från 2003 men dessa ändringar rättade endast till vissa svagheter i enstaka definitioner. Det grundläggande konceptet för kreditderivatransaktioner förblev alltså oförändrat i förhållande till den första dokumentationen från 1999.

Det finns ingen anledning att kritisera fastställandet av avtalskonceptet som ett syfte för ett internationellt standardavtal, även om det är ovanligt att utforma en sådan dokumentation under en så kort tid. Den ovanligt snabba processen kan jämföras med till exempel utformningen av internationella rembursregler av Internationella Handelskammaren i deras dokument UCP 500. Rembursen som rättsfigur var känd långt innan den internationella regleringen skett och tillämpades i vissa former för flera hundra år sedan för att till slut få "sitt moderna användningsområde i slutet av 1800-talet."¹ Internationella Handelskammaren började sitt arbete med en internationell reglering av remburser redan 1926 vilket resulterade i flera dokument som accepterades av banker från vissa länder men inte av samtliga. Den första versionen av UCP från 1962 som blev accepterad även av engelska banker, blev omfattande och "faktiskt världsvid".² Utvecklingen av rembursregler visar en "naturligare" utveckling av en avtalstyp och dess standardiserade dokumentation än utvecklingen av kreditderivat. Rembursutvecklingen har följt utvecklingen av internationell handel med ett naturligt samband, alltså inte isolerad från en världsomfattande process. Dessutom har utvecklingen av internationella rembursregler skett på en bred front med ett större antal aktörer som bidragit till utformningen av dessa regler.

Jämfört med utvecklingen som beskrivits ovan ter sig utvecklingen av kreditderivatransaktioner som snabb och något "onaturlig". Man får intrycket av att uppfinningsrika individer i finansvärlden kommit på att behandla kreditrisker på ett nytt sätt och att en stark internationell branschorganisation tagit över denna idé och förvandlat den till en avtalstyp. Kreditderivat har utvecklats inom en liten krets av finansiella institutioner och denna juridiska skapelse har genom standardiseringen av avtalsvillkor fått en synlig form och blivit presenterad för en större krets av potentiella användare. Genom *ISDAs* marknadsföring och särskilt genom avtalstypens tillämpning av *ISDAs* medlemmar har avtalskonceptet spridit sig och blivit accepterat av ett större antal aktörer i den finansiella världen.

För jurister som är vana vid en annan, långsammare utveckling av avtalstyper och standarddokumentation, är det naturligt att visa försiktighet och en viss skepticism i förhållande till en forcerad utveckling av en ny avtalstyp. Även terminologiska nyheter från finansvärlden väcker ett slags motstånd. En ny avtalstyp kallas numera för en ny finansiell produkt och denna produkt lanseras och marknadsförs på samma sätt som olika finansiella tjänster som finansiella institutioner erbjuder till potentiella kunder. Det är klart att en jurist inte okritiskt kan acceptera sådana marknadsföringstermer och att man söker mer material och källor för att bekanta sig med "produkten". När man tar en ny finansiell produkt måste man placera den i sin juridiska värld och förstå och analysera den utifrån sina juridiska kunskaper. Det är viktigt att fastställa vad det är för rättsfigur, hur den fungerar, om den har varit reglerad i den existerande lagstiftningen och inplacera denna rättsfigur i ett rättssystem.

¹ L. Gorton, Rembursrätt, s. 30.

² L. Gorton, Rembursrätt, s. 34.

Detta juridiska tänkande och metod är den enda rätta metoden och kan inte undvikas. Ändå måste en jurist vara medveten om att en utformning av standardiserade avtalsvillkor som är avsedda för en internationell tillämpning kan ha nya syften som till exempel marknadsföring och försäljning av den nya ”produkten”. Frågan är då om en jurist skall ställa sig negativt eller positivt till en sådan utveckling och vilken utveckling man kan förvänta sig i framtiden. Det bästa sättet att bemöta det nya i juridiken är kanske att vara öppen men kritisk.

Vad gäller öppenhet måste man ta hänsyn till att globaliseringen öppnar nya marknader och nya möjligheter för olika aktörer, särskilt inom finansvärlden. Sådana nya möjligheter att ingå nya transaktioner kräver en juridisk reglering kanske först i form av enstaka avtal och senare eventuellt i form av standardavtal. En sådan reglering brukar nuförtiden följas av advokatbyråer som från sin sida bidrar till utvecklingen genom juridiska tjänster till aktörerna som ingår nya transaktionstyper. Om dessa aktörer (finansiella institutioner), deras branschorganisationer och advokatbyråer utvecklar något som anses vara nytt, är det klart att de kommer att marknadsföra och försöka sälja sin nya produkt. Denna produkt skiljer sig alltså från äldre typer av standardavtal på så sätt att den är skapad med vinstsyfte. Produkter är inte längre ett hjälpmedel som står till förfogande för aktörer som har intresse av att tillämpa dem som man gjort med äldre typer av standardavtal. Det är klart att även Internationella Handelskammaren haft vissa inkomster av försäljning av sina standardiserade avtal. Men jämfört med Internationella Handelskammarens standardavtal har det som nuförtiden erbjuds av *ISDA* och eventuellt andra branschorganisationer en mycket mer utpräglad karaktär av en produkt än en klassisk standardavtalstext.

När det gäller juristens kritiska inställning till sådana nya produkter är det viktigt att en jurist gör en djupare analys av produkten och ser om den kan användas i praktiken och vid vilka tillfällen. Detta är inte alls en lätt uppgift med hänsyn till att aktörerna som skapat denna produkt satsat stora resurser i produktens utformning och att dokumenteringen brukar bli omfattande. Denna avhandling är ett sådant försök att bemöta en ny avtalstyp genom att studera den ingående och genom att vara kritisk vid produktens bedömning utifrån de existerande juridiska reglerna.

7.4.3 ISDA Documentation och parternas ekonomiska styrka

Varje standardavtal väcker frågan om den avtalspart eller organisation som utformat standardavtalet utnyttjat sin eventuellt starkare ekonomiska ställning för att åstadkomma en gynnsam riskfördelning eller andra fördelar i förhållande till sina motparter. En sådan misstanke har man särskilt i förhållande till ensidigt utformade standardavtal. Men även vid standardavtal där motparterna samverkat vid utformningen, *agreed documents*, avspeglas relationer mellan en starkare och en svagare part. Ett sådant förhållande kan förklaras med avtalsfrihet men i verkligheten kan en absolut avtalsfrihet vara svår att uppnå och en part kan utnyttja friheten att vinna ett bättre läge i ett avtalsförhållande som regleras av ett standardavtal.¹ Denna fråga är särskilt aktuell i samband med jämkning av avtalsvillkor i standardavtal som behandlas senare.

För att kunna bedöma om vissa parter får ett bättre utgångsläge i *ISDA Documentation* genom sin ekonomiska styrka måste man veta mer om *ISDA*.² Inom den internationella finansvärlden

¹ H. Collins, *The Law of Contract*, 4 uppl., London, 2003, s. 119; 1 H.G. Beale, W.D. Bishop, M.P. Furmston, *Contract Cases and Materials*, 4 uppl., London, 2001, s. 949-951.

² www.isda.org

är *ISDA* en välkänd och viktig internationell branschorganisation. Majoriteten av *ISDA*s medlemmar är banker och bland dessa finns de så kallade globala bankerna. Dessa banker har det största inflytandet på *ISDA*s verksamhet. *ISDA* har 16 olika kommittéer för sina olika verksamheter, med regionala kommittéer som behandlar specifika regionala frågor, till exempel kommittéer för Asien och Östeuropa. Det finns en kommitté vars verksamhet är helt fokuserad på kreditderivat, och då inte endast på utformningen av dokumentationen utan även på andra aktiviteter som har till syfte att påverka olika tillsynsmyndigheter, lagstiftningsförsamlingar och andra myndigheter i vissa länder som är särskilt viktiga för tillämpningen av avtalstypen. Kommitténs verksamhet styrs av representanter för *ISDA*s medlemmar. Vid närmare anblick ser man nästan uteslutande representanter för de globala bankerna. Detsamma gäller för de representanter som sitter i *ISDA*s styrelse och övriga kommittéer.

Det är klart att de stora globala bankerna är bland de rikaste och starkaste aktörerna som agerar på den internationella finansmarknaden. Det är också klart att sådana aktörer har sina egna intressen som skiljer sig från intressen för motparter som eventuellt ingår transaktioner med de globala bankerna. Bankernas intressen kan få uttryck i *ISDA*s olika dokumentationsuppsättningar även om det inte var bankernas ursprungliga avsikt vid utformningen av standardavtalen. Intressant är att bankernas motparter i de flesta kreditderivattransaktioner också är banker, ofta de stora globala bankerna som också är *ISDA*s medlemmar och har samma inflytande på *ISDA*s verksamhet. Detta innebär att *ISDA Documentation* för kreditderivattransaktioner inte nödvändigtvis innebär en fördel för en part i förhållande till motparten. Parterna är alltså medlemmar i samma branschorganisation och har inte en utpräglad roll som skyddsköpare eller skyddssäljare. Situation skiljer sig då från andra typer av internationella standardavtal där avtalsparter alltid brukar ha samma roll och deras branschorganisationer alltid företräder samma intressen. I sådana situationer där båda parterna i kreditderivattransaktioner är *ISDA*s medlemmar finns det alltså inte någon större anledning att misstänka att en starkare avtalsapart utnyttjat motpartens svagare ställning genom inkludering av vissa fördelaktiga avtalsbestämmelser i dokumentationen.

7.4.4 *ISDA Documentation och motparter som inte är banker*

Situationen som beskrivits ovan ser annorlunda ut när motparter inte är medlemmar i *ISDA* och inte deltagit i utformningen av *ISDA Documentation*. Då kan man istället tänka sig att motparterna får en sämre position vid avtalsingåendet. Detta kan bero på att motparterna inte är lika erfarna när det gäller dokumentationens tolkning och tillämpning eller att motparternas verksamhet väsentligt skiljer sig från bankernas med följden att motparterna inte förstår samtliga idéer som är inkluderade i dokumentationen.

En motpart kan vara ett stort företag som till många kunder levererar stora leveranser som skall betalas inom en viss period, vilket innebär en kredit. Kreditriskuppfattning och kreditriskbedömning hos ett sådant företag kan skilja sig från bankens bedömning avseende samma gäldenär. En leverantör som levererar regelbundet till en köpare och inte får betalt för ett antal delleveranser har möjlighet att avbryta sina leveranser och därigenom sätta press på gäldenären att betala. Om gäldenären hamnar i en svår finansiell situation och försöker rekonstruera sina skulder har en leverantör alltid ett bättre förhandlingsläge än en bank. Om gäldenären vill fortsätta sin produktion, vilket överensstämmer med bankens intresse som borgenär, måste gäldenären få nya leveranser, vilket ger leverantören bättre villkor för betalning av sin fordran och direkt betalning för samtliga nya leveranser. Övriga borgenärer accepterar vanligtvis ett sådant arrangemang i väntan på att gäldenären återhämtar sig och

börjar betala sina övriga skulder eller en del av dem om skulderna reducerats genom en rekonstruktion.

Bankernas situation är som beskrivits ovan betydligt svagare i förhållande till gäldenärens. Banker har innan de utbetalar ett lånebelopp en stark ställning i förhållande till en låntagare. Detta avspeglas i en omfattande lånedokumentation som innehåller strikta villkor avseende användning av lånebeloppet för det beviljade ändamålet och liknande. Efter utbetalningen av lånebeloppet har banken inga större möjligheter att påverka gäldenären om denne hamnar i en svår finansiell situation. Denna specifika syn på en gäldenär och dess kreditrisker avspeglas i *ISDA Credit Derivatives Definitions* som innehåller ett stort antal bestämmelser och lösningar som tagits över från bankernas låneavtal. *ISDA Credit Derivatives Definitions* är en typisk dokumentation som skapats för tillämpning mellan banker.

Det framgår av exemplet ovan och beskrivningen av *ISDA*s definitioner för kreditderivat att dokumentationen inte nödvändigtvis avspeglar intressena av en aktör på kreditderivatmarknaden som inte är en bank. När en sådan aktör ingår kreditderivattransaktioner och analyserar definitioner av *Credit Events* som eventuellt inkluderas i avtalet kan han komma till slutsatsen att dessa definitioner kanske inkluderar mer eller mindre kreditriskskydd än det som han behöver. Om han köper mer kreditriskskydd måste han betala mer för det och om han köper mindre blir han inte säker på att han åstadkommit vad han haft för avsikt vid avtalsingående. *ISDA Documentation* har fördelen att den tillåter ändringar och låter avtalsparter inkludera till exempel nedgradering av den underliggande enhetens kreditvärdighet som en *Credit Event*. Avtalsparter brukar ofta göra så och på detta sätt blir *ISDA Documentation* flexibel och användbar även för aktörer som inte är tillräckligt erfarna för att bedöma de *Credit Events* som finns definierade i dokumentationen.

Som en slutsats i samband med utformningen av *ISDA Documentation* och dess användbarhet av aktörer som inte är banker kan man säga att det inte var bankernas ekonomiska styrka som i första hand varit avgörande för dokumentationens utformning, utan snarare bankernas behov av att skapa en dokumentation som skulle tillfredsställa deras behov. Övriga aktörer började använda sig av dokumentationen då den visat sig vara användbar, men de aktörer som står utanför *ISDA* har inte bidragit till dokumentationens utveckling på något avsevärt sätt.

7.4.5 *ISDA Documentation och brist på standardavtal för övriga kreditderivattransaktioner*

Det har redan förklarats i de föregående kapitlen att *ISDA Documentation* används som avtalsdokumentation endast för *credit default swaps* och inte för övriga kreditderivattyper. Bland de övriga kreditderivattyperna har *credit linked notes* en stor spridning och används frekvent på den internationella finansmarknaden. Med hänsyn till att ett stort antal bestämmelser från *ISDA Documentation* kan användas i *credit linked notes* med några mindre modifikationer är det underligt att det inte finns en standardiserad dokumentation för *credit linked notes*. Anledningen till detta kan vara situationen på marknaden och motparternas mångfald. De parter som köper *credit linked notes* på marknaden och investerar i papper som innebär kreditrisker är aktörer som utgör en heterogen grupp. Här finns institutionella placerare, banker, fonder, investmentbolag och företag som kan den bransch där kreditrisker föreligger. Aktörerna investerar i *credit linked notes* i syftet att erhålla en bra ränta på sitt kapital. Agerandet av en sådan heterogen grupp på marknaden och deras krav avseende dokumentationen kan variera kraftigt. Somliga aktörer kan ställa specifika krav på grund av de regler som styr deras verksamhet och detta måste i så fall avspeglas i dokumentationen. Andra aktörer kan sälja riskerna vidare eftersom *credit linked notes* brukar vara utformade

som löpande dokument. De nämnda omständigheterna påverkar utformningen av *credit linked notes* tillsammans med många andra faktorer.

Även om *credit linked notes* liknar varandra kan det vara väldigt svårt att utforma en standardiserad dokumentation för dessa. En heterogen grupp som ovan kan få svårt att enas om nyckelfrågor och processen skulle ta lång tid. Att en standardiserad dokumentation för *credit linked notes* inte utformats är en intressant omständighet i jämförelse med uppkomsten av *ISDA Documentation* för *credit default swaps*. Dokumentationen för *credit default swaps* har uppenbarligen skapats inom en homogen grupp av aktörer som driver samma verksamhet och som förstår varandras behov och sätt att agera. Dessa aktörer, alltså bankerna inom *ISDA*, hade samma intressen och ambition vid skapandet av *ISDA Documentation* vilket förmodligen är en av huvudanledningarna till att de lyckades.

Analysen visar specifika drag i utvecklingen av *ISDA Documentation* och även specifika syften som man inte hittar hos några andra internationella standardavtal. Därför är utvecklingen av *ISDA Documentation* för *credit default swap* en säregen och specifik utveckling av ett internationellt standardavtal.

7.5 *ISDA Documentation* och handelsbruk och sedvänja

Handelsbruk har stor betydelse i svensk avtalsrätt, särskilt i kommersiella avtalsförhållanden, vilket framgår av 1 § 2 st. avtalslagen som föreskriver att lagens bestämmelser skall gälla såvitt ”ej annat följer av handelsbruk eller sedvänja”. Handelsbruk och sedvänja kommer till uttryck även i 3 § köplagen som föreskriver att lagens bestämmelser inte skall tillämpas om ”annat följer av...handelsbruk eller annan sedvänja som måste anses bindande för parterna.” Handelsbruk eller sedvänja har alltså företrädelse framför lagens bestämmelser när handelsbruk eller sedvänja reglerar en konkret situation på ett annat sätt än lagen. Denna bestämmelse anses vara ”ett centralt stadgande i svensk obligationsrätt som bör ges en bred analogisk tillämpning på andra avtalstyper än köp.”¹

Uppfattningen om handelsbrukets och sedvänjans betydelse kan inte ifrågasättas men den väcker en annan fråga, nämligen vad som kan anses vara handelsbruk eller sedvänja. Begreppet handelsbruk har beskrivits som ”... olika slag av sedvänjor vid affärsverksamhet, vilka iakttagits så länge och i sådan omfattning, att man inom ifrågavarande branscher uppfattar dem som en naturlig och stadgad ordning som bör följas. Sådant handelsbruk anses binda parter som är näringsidkare även utan att de avger några viljeförklaringar i denna riktning.”² eller som ”...sådan sedvänja som har nått en hög grad av fasthet och stadga och som avser handlingsmönster inom affärslivet.”³

Handelsbruk har existerat även i internationella avtalsförhållanden och har fått en stor betydelse för internationell handel. Utformningen av ett internationellt handelsbruk har ökat sedan början av 1900-talet. Ett internationellt handelsbruk skiljer sig från ett lokalt eller ett nationellt handelsbruk och det anses att ”Det kan vara förknippat med stora svårigheter att fastställa innehållet i ett internationellt handelsbruk och visa utbredningen av ett sådant.”⁴

¹ U. Bernitz, s. 29.

² T. Wilhelmsson, s. 75.

³ U. Bernitz, s. 29; U. Bernitz i Finna rätt, 8 uppl., Stockholm, 2004 s. 152.

⁴ L. Gorton, Rättsliga ramar för internationella affärer – en översikt, Stockholm, 1993, s. 33-34.

Betydelsen av handelsbruk i internationell handel har kommit till uttryck i Art. 9 Internationella köplagskonventionen 1980 (CISG)¹ som gäller i Sverige, dock inte i sin helhet.² Art 9 föreskriver att om inte annat överenskommits anses avtalsparterna enligt denna bestämmelse underförstått ha hänvisat till handelsbruk eller annan sedvänja som parterna kände till eller borde ha känt till och som i internationell handel är allmänt känd och regelbundet iakttas av parter av föreliggande typ vid det ifrågavarande slaget av handel.

Det har konstaterats i föregående avsnitt att *ISDA Documentation* är ett standardavtal och att det innehåller samtliga element som kännetecknar ett sådant. Nedan analyseras frågan om ett standardavtal genom tillämpning kan övergå till handelsbruk. I samband med denna fråga analyseras om *ISDA Documentation* kan betraktas som handelsbruk.

7.5.1 Innehåll av begreppet handelsbruk

De beskrivningar av begreppet handelsbruk som citerats ovan utgör kanske inte den bästa definitionen men de ger tillräckligt material för att fastställa några element som kännetecknar handelsbruk.

Det första elementet i beskrivningarna ovan är att handelsbruk är ”sedvänja” respektive ”olika slags sedvänjor”, alltså ett handlingsmönster eller kutym. Skillnaden i betydelsen av ordet sedvänja i detta sammanhang jämfört med vanliga sammanhang är att det handlar om betydelsen detta ord får i samband med affärsliv och affärsverksamhet. Det första elementet i denna analys av handelsbruk är alltså en eller flera sedvänjor i affärslivet eller i en affärsverksamhet. Eftersom diskussionen kring handelsbruk har handlat i stort sett om kommersiella avtal är det viktigt att konstatera att uttrycket ”sedvänja i affärslivet” inkluderar även finansiella avtal, och dit hör avtal om kreditderivat.

Det andra elementet är av en subjektiv natur och är den uppfattning som aktörerna inom branschen har om sedvänjor. Wilhelmsson har formulerat det som att ”ifrågavarande branscher uppfattar dem som en naturlig och stadgad ordning som bör följas” och Bernitz har formulerat det subjektiva elementet som en ”hög grad av fasthet och stadga och som avser handlingsmönster inom affärslivet”. I Bernitz formulering märks inte den subjektiva uppfattningen hos aktörerna att de bör följa vissa handlingsmönster. Formuleringen betonar ”en hög grad av fasthet och stadga” vilket motsvarar uttrycket ”stadgad ordning” i den första beskrivningen och syftar på att denna stadga upprepas inom affärslivet. Båda beskrivningarna är viktiga för bedömningen eftersom de kompletterar varandra. De aktörer som inte uppfattat en sedvänja som en stadga skall inte behöva tillämpa och upprepa den, medan de som tillämpar och upprepar den har förmodligen uppfattningen att det är en sedvänja. I alla fall är det nödvändigt att analysera den subjektiva uppfattningen hos aktörer som tillämpar *ISDA Documentation* och försöka fastställa om de ser denna dokumentation som en ”stadgad ordning” eller ej.

Det finns sålunda två element som skall utgöra underlag för bedömningen om *ISDA Documentation* kan uppfattas som handelsbruk. Det första elementet används som underlag för bedömningen om denna dokumentation är en sedvänja inom affärslivet och det andra elementet om olika aktörers uppfattning om dokumentationen utgör en ”stadgad ordning”.

¹ United Nations Convention on Contracts for the International Sale of Goods (1980)

² Lag (1987:822) om internationella köp innehåller två paragrafer. Lagens första paragraf föreskriver att i Sverige gäller artiklarna 1-13 och 25-88. Lagens andra paragraf föreskriver att lagen inte tillämpas om både säljaren och köparen har sina affärsställen i Danmark, Finland, Island, Norge eller Sverige.

I svensk juridisk litteratur finner man uppfattningen att ”den allmänna regeln är alltså att även vitt spridda standardavtal inte anses utgöra handelsbruk”.¹ Denna skeptiska uppfattning avser särskilt allmänt använda standardavtalsklausuler som reglerar påföljder vid avtalsbrott och andra bestämmelser i standardavtal som innebär en riskfördelning mellan parter. Dessa allmänna avtalsbestämmelser i standardavtal bör man skilja från faktiska sedvänjor på ”det merkantila området”.²

Det finns en annan åsikt i svensk doktrin³ som tillåter motsatt uppfattning av standardbestämmelser som handelsbruk. Enligt denna åsikt skulle det kunna vara handelsbruk om standardvillkoren regelmässigt tillämpats under en längre tid av stora, välkända företag och om det handlar om *agreed documents*. Det har förklarats ovan att *agreed documents* är sådana standardavtal som utformats av branschorganisationer för standardavtalets båda parter. Om samtliga förutsättningar föreligger kan sådana bestämmelser bli del av det individuella avtalets innehåll utan att en hänvisning till standardvillkor finns i avtalet och sålunda uppfattas som handelsbruk. Denna uppfattning hänvisar till svensk rättspraxis från Svea Hovrätt⁴ från 1980 avseende tillämpningen av de nordiska speditiovillkoren i ett individuellt muntligt avtal utan hänvisning till villkoren. Svea Hovrätt ställde sig positivt i denna fråga och förklarade att det måste krävas särskilda skäl för att speditivbestämmelserna inte skall anses tillämpliga på det ifrågavarande avtalet. Högsta Domstolen fastställde detta beslut men med en annan motivering.⁵ HD anförde att den part som åberopade standardvillkoren efter det muntliga samtalet hade skickat ett beställningsbrev till motparten där de villkor som skulle gälla för arbetet återgivits. I detta brev har det angivits att för ”upphandlingen” skulle gälla Svenska teknologföreningens allmänna bestämmelser (AB 72). Dessa allmänna bestämmelser innehåller bland annat en skiljedomsklausul. Tillämpning av de allmänna bestämmelserna hade inte berörts vid parternas muntliga förhandlingar och något exemplar av bestämmelserna hade inte tillställts motparten. Motparten mottog brevet och gjorde inte någon erinran. Den part som skickat brevet och åberopat de allmänna bestämmelserna påbörjade sedan arbetet. Enligt HD har motparten, genom mottagandet av brevet och genom att inte göra några invändningar, accepterat dessa allmänna bestämmelser. Avtalet mellan parterna hade alltså ingåtts i enlighet med vad som framgick av brevet.

En tredje uppfattning⁶ är att man bör ställa sig positivt till möjligheten att i enskilda fall godta ett standardavtal som gällande handelsbruk utan att parterna har hänvisat till det i avtalet. Det skulle kunna accepteras i sådana fall där standardavtal vunnit erforderlig utbredning och stadga. Anledningen till detta är att standardavtal som allmänt används för en viss avtalstyp främjar förutsebarhet och stabilitet på marknaden, även om den viktigaste faktorn som möjliggör en sådan tillämpning är 36 § avtalslagen då denna paragraf ger domstolen möjlighet att korrigera både handelsbruk och standardavtal.

Det finns två nyare rättsfall där domstolen har använt sig av yttranden från Svenska Bankföreningen⁷ och Stockholms Handelskammare och Sveriges Advokatsamfund⁸ avseende

¹ U. Bernitz, s. 31.

² U. Bernitz, s. 30-31.

³ K. Grönfors, s. 42.

⁴ ND 1980 s 1

⁵ NJA 1980 s 46

⁶ J. Ramberg, Standardavtal, s. 16.

⁷ NJA 2001 s 191.

⁸ NJA 2002 s 244.

tolkningen av 10 § 2 st avtalslagen som reglerar ställningsfullmakt. Denna bestämmelse hänvisar till sedvänja avseende gränser för anställdas behörighet att ingå avtal som binder huvudmannen.

I nordisk litteratur finns det både uppfattningen som ställer sig negativ till möjligheten att tolka standardavtalsbestämmelser som handelsbruk¹ och uppfattningen som tillåter en sådan tolkning avseende sådana standardavtal som har karaktär av *agreed documents*. Ett exempel på standardbestämmelser som skulle kunna uppfattas som handelsbruk kan vara leveransklausulerna Incoterms som utformats av Internationella Handelskammaren.²

Internationella Handelskammarens standardiserade rembursregler UCP 500 som ses som ”en slags blandning av branschvillkor och handelsbruk med global spridning”³ har analyserats i frågan om ett internationellt standardavtal kan uppfattas som handelsbruk. Enligt analysen utgör UCP 500 generellt sett den viktigaste rättskällan avseende remburs. När det gäller rembursregler är det viktigt att uppmärksamma att bakom utformningen av remburs står bland annat banker och de olika nationella bankföreningarna, och de beskrivs som en relativt liten men homogen grupp.⁴ Frågan om den standardiserade dokumentationen för remburs UCP 500 kan uppfattas som handelsbruk har inte ett definitivt och klart svar eftersom den besvaras olika i olika rättssystem. Olikheter beror på vad som anses vara handelsbruk i ett konkret land eller en region och vad som anses vara handelsbruk avseende tillämpning av internationella avtal som fått en global spridning. Det är också viktigt att uppmärksamma den obesvarade frågan om UCP 500 kan betraktas som handelsbruk i sin helhet eller endast i vissa delar.⁵

Bestämmelserna som förekommer i internationella standardavtal kan användas som utfyllning vid tolkningen av konkreta avtal som reglerar internationella kommersiella relationer mellan två parter. Man bör dock när det gäller standardiserade bestämmelser som handlar om ”avtalets patologi”, det vill säga de bestämmelser som reglerar konsekvenser av avtalsbrott och liknande, använda sig av lagstiftningsregler i första hand.⁶

Analysen ovan visar att frågan om standardavtal kan anses utgöra handelsbruk kan besvaras på olika sätt. Svaren varierar beroende på vilka bestämmelser i standardavtal som diskuteras. Det framgår att standardavtalsbestämmelser som reglerar konsekvenser av avtalsbrott inte skall tolkas som handelsbruk, emedan sådana avtalsbestämmelser som reglerar fullgörande av parternas avtalsförpliktelser skall tolkas som handelsbruk. Denna uppfattning har inte analyserats ingående men mot bakgrund av diskussionen om standardavtal och deras syften i föregående avsnitt kan man anta att bestämmelser om konsekvenser för avtalsbrott i många fall speglar parternas ekonomiska styrka respektive svaghet. Genom bestämmelserna ändrar avtalsparterna det som föreskrivs i lagen vilket kräver en försiktighet och bedömning av standardavtalsklausulernas effekter för enskilda parter. De förhållanden som avspeglas i vissa standardavtalsklausuler kan vara av tillfällig karaktär och kopplade till en stark aktör på marknaden. Till sin natur är sådana styrkeförhållanden på marknaden inte fastställda för alltid utan ändras under påverkan av olika faktorer. Därför finns det anledning att vara försiktig vid

¹ M. H. Andenaes, Kontraktsvillkår, Oslo, 1989, s. 330ff; T. Wilhelmsson, s. 75.

² T. Wilhelmsson, s. 76.

³ L. Gorton, Rembursrätt, s. 39.

⁴ L. Gorton, Rembursrätt, s. 39.

⁵ L. Gorton, Rembursrätt, s. 43.

⁶ J. Ramberg, International Commercial Transactions, 2 uppl., Stockholm, 2000, s. 35.

bedömningen av bestämmelser om konsekvenser för avtalsbrott och inte promovera dem till handelsbruk alltför lätt.

Viktigt för bedömningen ifall standardavtal kan uppfattas som handelsbruk är skillnaden mellan anslutningsavtal och *agreed documents*. Uppfattningarna som redovisats ovan ger att endast *agreed documents* som förhandlats mellan branschorganisationer skall uppfattas som en möjlig källa för handelsbruk. Det finns ingen anledning att inte dela den uppfattningen eftersom anslutningsavtal avspeglar förhållandet där den avtalspart som författat ett standardavtal är betydligt starkare än dess motpart. Ett sådant förhållande skulle kunna innebära att motparten är underlägsen på något sätt i avtalsförhållandet vilket man inte kan acceptera som handelsbruk.

När det gäller svensk rätt och svenska avtalsförhållanden framgår det av analysen ovan att man kan göra ganska exakta utredningar om vad som gäller i vissa branscher genom upplysningar från handelskammare eller genom yttranden från branschorganisationer. Detta underlättar arbetet för domstolar eller för intresserade parter som försöker fastställa vad som anses vara handelsbruk.

Vid bedömningen av internationella standardavtal visar uppfattningarna som analyserats ovan en mer flexibel inställning till frågan om sådana avtal kan uppfattas som handelsbruk. Den flexibla inställningen gäller avtal som kan klassificeras som *agreed documents*. En tillämpning av ett internationellt standardavtal som handelsbruk innebär dock inte att hela avtalstexten och samtliga bestämmelser kan anses utgöra handelsbruk och även här visar man försiktighet i förhållande till avtalsbestämmelser som reglerar avtalsbrott och dess konsekvenser. Internationella standardavtal kan också uppfattas som ett slags utfyllnadsregler för vissa avtalstyper och alltså inte direkt som handelsbruk. Det har inte preciserats i samband med Internationella Handelskammarens standardavtal vad som anses vara en lång tid för tillämpning av ett standardavtal i samband med dess tolkning som handelsbruk.

7.5.2 ISDA Documentation för kreditderivat i förhållande till handelsbruk

Diskussionen om utvecklingen av handelsbruk i internationella förhållanden inkluderar oundvikligt en tidsaspekt. När man läser om utvecklingen av till exempel växlar finns det en förklaring till att de först utvecklades i form av handelsbruk i Norditalien någon gång i slutet av 1200-talet.¹ Därefter tog det flera hundra år innan växlar blev reglerade i vissa nationella lagstiftningar och ytterligare flera hundra år för att reglera dem internationellt genom en konvention. Även rembursregler existerade i över hundra år innan de reglerades i Internationella Handelskammarens *uniform customs and practice* (UCP) och blev en enhetlig sedvänja och kutym. Den tidsrymd under vilken rembursregler existerat verkar vara av betydelse för bedömningen och förståelsen av UCP 500.²

Att fastställa en tidsperiod under vilken en sedvänja i affärslivet existerat är ofta svårt. Därtill är det svårt att fastställa en tidpunkt då en regel fått egenskap av handelsbruk även om den existerat flera hundra år. Det är inte omöjligt att en regel blivit handelsbruk tio år efter sin uppkomst och att den tillämpats hundratals år efter det. Av den anledningen tillmätts inte tidsaspekten någon större betydelse i förhållande till de övriga två element som analyserats i samband med innehållet av begreppet handelsbruk. Man kan ändå konstatera att processer där en sedvänja i affärslivet fått egenskap av handelsbruk tagit lång tid, det kan handla om flera

¹ J.Herre, G.Karnell, Check och växelrätt, Stockholm, 1992, s. 116.

² L. Gorton, Rembursrätt, s. 43.

decennier eller flera hundra år. Dessutom kan man konstatera att även om tidsaspekten nämnts i detta sammanhang är det ett svårt och osäkert element för bedömningen av uppkomsten av handelsbruk, både i svenska och internationella standardavtalsförhållanden.

En bedömning av tidsaspekten i samband med analysen av om *ISDA Documentation* för *credit default swaps* kan anses vara handelsbruk bidrar inte mycket till analysen. Den korta period som avtalskonceptet och de första definitionerna utformats under har inte mycket tyngd vid en jämförelse av *ISDA Documentation* med de etablerade och allmänt accepterade standardavtal som till exempel *Incoterms* eller *UCP 500* som utvecklades under en mycket längre tid.

Tidsaspekten i bedömningen av begreppet handelsbruk är alltså ett element som är svårt att fastställa. När det gäller tidsaspekten i utformningen av handelsbruk kan man argumentera att globaliseringsprocessen, särskilt globaliseringen av den internationella finansmarknaden, och utvecklingen av informationsteknik betydligt förkortat processen av utformningen av handelsbruk. Det är orealistiskt att tro att medeltidens eller 1800-talets sätt att utforma ett internationellt handelsbruk skulle gälla idag i den globaliserade världen. Allt i världen sker mycket snabbare idag vilket även gäller utformningen av handelsbruk. Detta argument säger inte heller mycket om *ISDA Documentation* och dess eventuella egenskaper av handelsbruk och därför är det viktigare att fokusera analysen på de två återstående element som kännetecknar handelsbruk, nämligen att det är en sedvänja i affärslivet och att ifrågavarande branscher uppfattar den som en naturlig och stadgad ordning som bör följas.

Innan dessa två element analyseras är det viktigt att klargöra att samtliga bestämmelser i *ISDA Documentation* avseende *credit default swaps* inte kan anses gälla som handelsbruk även om det skulle råda en stor säkerhet om att dokumentationen har den egenskapen. Det finns bestämmelser som erbjuder flera alternativ och avtalsparterna måste precisera ett alternativ. Det finns inget handelsbruk som skulle kunna ersätta ett sådant val. De grundläggande bestämmelserna i *ISDA Credit Derivatives Definitions* som reglerar *Credit Events*, uppgörelsemetoder och *Publicly Available Information* skulle eventuellt kunna betraktas som handelsbruk, under förutsättningen att man med säkerhet kan fastställa att dessa bestämmelser verkligen uppfyller samtliga villkor för att betraktas som sådant. De övriga bestämmelserna i dokumentationen kan i så fall inte få karaktär av handelsbruk utan de måste betraktas som vanliga avtalsbestämmelser i ett standardavtal.

När det gäller bedömning av *ISDA Documentation* i förhållande till de övriga element som kännetecknar handelsbruk kan man med säkerhet konstatera att standardavtalet tillämpas i affärslivet. Det som är oklart är om det handlar om en sedvänja. När det gäller *credit default swaps* skulle tillämpningen av *ISDA*s definitioner och *Confirmation* kunna betraktas som en sedvänja. Slutsatsen baseras på flera fakta vilket det första är *ISDA*s statistik avseende omsättning av kreditderivattransaktioner som rapporterats till *ISDA* och information från olika advokatbyråer som sysslar med dokumentationen. Det andra är att den juridiska litteraturen avseende kreditderivattransaktioner som använts som källa för denna avhandling behandlar endast *ISDA Documentation* och ingen annan dokumentation för transaktionen i fråga. Dessutom har det pågått en omfattande affärsverksamhet sedan de första *ISDA Credit Derivatives Definitions* introducerades 1999. Verksamheten, som drivs av *ISDA*, av olika internationella utbildningsföretag inom juridik och finans och av olika internationella advokatbyråer, inkluderar hundratals seminarier och utbildningar om *ISDA Documentation* för kreditderivat. Detta leder till slutsatsen att *ISDA Documentation* är en dominerande dokumentationsuppsättning för *credit default swaps*. Frågan är då om detta utgör en sedvänja,

alltså om användning av denna dokumentation är ett vanligt agerande som upprepas av aktörer som befinner sig i likadana situationer och som är bindande för dem. Svaret på denna fråga är enkelt, det finns inget annat handlingsmönster och ingen annan dokumentation som man skulle kunna använda. *ISDA Documentation* är unik därför att den är den enda dokumentation som existerar. Man kan därför dra slutsatsen att agerande i enlighet med *ISDA Documentation* är en sedvänja som gäller i affärslivet. Med detta menas den objektiva och den synliga sidan av en sedvänja, nämligen att ett sådant agerande upprepas av aktörer som befinner sig i likadana situationer.

Det tredje element som analyseras i samband med handelsbruk har i diskussionen ovan betecknats som det subjektiva elementet. Det handlar som sagt om bedömningen ifall ifrågavarande branscher uppfattar reglerna som en naturlig och stadgad ordning som bör följas. Denna bedömning kan vara betydligt svårare att göra än den föregående.

Den första frågan som bör analyseras i detta sammanhang är vad som anses vara "ifrågavarande branscher", alltså vilka de aktörer är som ingår kreditderivattransaktioner. De aktörer som mest ingår *credit default swaps* är banker i egenskap av både skyddsköpare och skyddssäljare. Det handlar om ett begränsat antal banker där de flesta är stora globaliserade banker. Andra aktörer som ingår *credit default swaps* är finansiella institutioner av olika slag som till exempel institutionella placerare, finansföretag som ingår sådana transaktioner både för egen räkning och med syfte att transferera kreditrisker vidare och tjäna på sådana transaktioner, stora tillverkningsföretag, försäkringsbolag som ingår transaktioner i egenskap av skyddsköpare osv. Aktörerna kan klassificeras i två grupper där den första gruppen är bankerna och den andra gruppen är de övriga aktörerna. Bankerna kan i detta sammanhang betecknas som "ifrågavarande bransch" eftersom de övriga aktörerna varierar avseende verksamhet och branschorganisationer. Det är också möjligt att definiera två typer av avtalssituationer, den första situationen där bankerna ingår *credit default swaps* med varandra och den andra situationen där bankerna ingår *credit default swaps* med de övriga aktörerna. I den andra typen av avtalssituation ingår också *credit default swaps* som de övriga aktörerna ingår med varandra.

Det finns ingen statistik när det gäller antalet banker som utgör den första gruppen som ingår *credit default swaps*. Det finns en uppfattning att det finns en mindre krets av stora aktörer som dominerar kreditderivatverksamheten i världen, ungefär 30 stora globaliserade banker och finansiella institutioner.¹ Även om denna bedömning inte inkluderar de banker som inte dominerar världsmarknaden är det möjligt att göra en grov bedömning av antalet banker som ingår kreditderivattransaktioner i hela världen. Utgår man från att *ISDA* har mellan 600-700 medlemmar, där majoriteten är banker, och att det finns ett ungefärligt lika stort antal internationella banker som inte är *ISDA*s medlemmar kan man bedöma att det finns maximalt tusen banker som ingår *credit default swaps*. Tusen aktörer utgör en liten och homogen grupp som inte har några större svårigheter att följa regler som utarbetats av en internationell organisation där gruppen utgör majoritet och dominerar i dess verksamhet. Det har kommenterats ovan att representanter som sitter i *ISDA*s styrelse och dess olika kommittéer huvudsakligen är representanter för olika banker. Bankerna förtjänar i detta sammanhang egenskapen av en "ifrågavarande bransch" i den mening som används vid bedömningen om denna bransch uppfattar vissa regler som en naturlig och stadgad ordning som bör följas. Om dessa regler är *ISDA Documentation* för *credit default swaps* finns det anledning att anta att detta standardavtal fått egenskap av handelsbruk. Detta gäller endast bankerna som sysslar

¹ R. Reoch, Credit derivatives: the past, the present and the future, publicerad i Credit Derivatives – The Definitive Guide, Redaktör J. Gregory, London, 2003, s. 7.

med kreditderivattransaktioner. Vill man vara säkrare i bedömningen kan man begränsa kretsen till banker som är *ISDA*s medlemmar och utgå från att dessa banker uppfattar *ISDA Documentation* för *credit default swaps* som en naturlig och stadgad ordning som bör följas. Med hänsyn till att dokumentationen utformats av en majoritet av representanter för olika banker inom *ISDA* och inte av några utomstående experter finns det ännu en anledning att betrakta den standardiserade dokumentationen som gällande handelsbruk mellan bankerna som ingår i den första gruppen.

Tillämpningen av UCP 500 är ett annat exempel där bankerna på ett effektivt sätt påverkat utformningen av reglerna och deras tillämpning. Man anser att det finns endast ”få överenskommelser av liknande typ som har blivit så allmänt tagna i bruk”.¹

Med stöd av vad som beskrivits ovan kan man beteckna de banker som påverkat utformningen av *ISDA Documentation* och som tillämpat den så effektivt i praktiken som en inre krets av dokumentationens användare. Det finns flera argument för att påstå att *ISDA Documentation* för *credit default swaps*, som alltså är ett standardavtal, gäller som handelsbruk bland medlemmarna i denna inre krets.

När det gäller den andra gruppen av dokumentationens användare, där olika aktörer som inte är banker ingår, kan man beteckna den gruppen som en yttre krets av aktörer som ingår *credit default swaps*. Eftersom sammansättningen av aktörer i den yttre kretsen är heterogen och de inte hör till en och samma branschorganisation är det svårare att anta att dessa aktörer uppfattar *ISDA Documentation* för *credit default swap* som något mer än ett standardavtal. Det finns inga tecken på att de uppfattar detta standardavtal som en naturlig och stadgad ordning som bör följas. När aktörerna från den yttre kretsen av dokumentationens användare ingår *credit default swaps* med varandra eller med bankerna från den inre kretsen har *ISDA Documentation* endast funktionen av ett standardavtal.

Man kan tänka sig att det finns ett mindre antal aktörer från den yttre kretsen som är aktiva medlemmar i *ISDA* och att de också bidragit till utvecklingen av *ISDA Documentation* på ett aktivt sätt. Detta skulle kunna vara en anledning att likställa en sådan aktör med aktörerna i den inre kretsen, men ett sådan övervägande kräver försiktighet. Det faktum att *ISDA* domineras av banker och att det huvudsakligen kan betecknas som bankernas branschorganisation ger grund för misstanken att *ISDA* inte tagit hänsyn till intressen av andra aktörer och branschorganisationer vid utformningen av sin dokumentation. Därför bör den eventuella uppfattningen att dokumentationen gäller som handelsbruk begränsas endast till den inre krets som beskrivits ovan.

Analysen som gjorts ovan visar att ett standardavtal kan gälla som handelsbruk för endast några av de avtalsparter som använder det. Egenskapen av standardavtal kan alltså variera beroende på vilka aktörer som tillämpar det. Det är inte nödvändigt att ett standardavtal uppnår en sådan spridning att samtliga potentiella användare uppfattar det som en ordning som bör följas, utan uppfattningen kan finnas inom en grupp av standardavtalets användare. Tillämpningen av den standardiserade dokumentationen för *credit default swaps* som utformats av *ISDA* är ett sådant exempel.

Slutsatsen som gjorts ovan gäller endast *ISDA Credit Derivatives Definitions* och *Confirmation* i vissa delar. Denna slutsats tillämpas inte avseende *ISDA Master Agreement*

¹ L. Gorton, Rembursrätt, s. 39.

som reglerar vissa allmänna avtalsrättsliga frågor och konsekvenser av avtalsbrott. Dessa bestämmelser är mycket svårare att acceptera som handelsbruk eftersom det finns lagstiftningsregler som reglerar dessa situationer.

7.6 *Bundenhet av ISDA Documentation utan införlivande i muntliga avtal*

Analysen av frågan om standardvillkors särställning inom en viss bransch liknar de tidigare analyserna av dels förhållandena mellan standardavtal och handelsbruk och dels utformningen av *ISDA Documentation* som ett internationellt regelverk. Av den anledningen är det viktigt att betona att standardavtal som fått en särställning inom en viss bransch skiljer sig från standardavtal som fått karaktär av handelsbruk. Båda typerna av standardavtal kan anses vara bindande för avtalsparterna utan hänvisning i det individuella avtalet men det sker på olika grunder och mellan olika aktörer.

Det finns flera uppfattningar i doktrinen avseende frågan om införlivande av standardvillkor som fått en särställning inom en bransch. I den svenska doktrinen hittar man uppfattningen att ett sådant införlivande skulle kunna vara acceptabelt i situationer ”när företag inom en specifik bransch mellan sig tillämpar gemensamt upprättade standardavtal utan varianter.”¹ I övrigt anses att ett sådant införlivande av standardvillkor inte är acceptabelt som en allmän regel. Även när det gäller tolkning av vissa standardvillkor som handelsbruk skall man vara restriktiv. Den regel som först skall gälla i samband med införlivande av standardvillkor är att dessa villkor måste bringas till motpartens kännedom muntligen eller skriftligen före avtalsslutet. Detta åstadkommer man genom en tydlig och uttrycklig hänvisning till standardvillkoren i det individuella avtalet. En risk avseende utformningen av sådana branschvillkor ser man i en dominerande ställning av stora företag eller karteller. Som en slutsats avseende möjligheten att acceptera införlivande av standardvillkor som fått en särställning inom branschen anges att ”... domstolarna bör vara mycket försiktiga med att mer än vad som redan skett mjuka upp kraven för standardvillkors införlivande med enskilda avtal.”²

Enligt en annan uppfattning i svensk doktrin skulle ”även standardavtal som vunnit erforderlig utbredning och stadga kunna godtas utan hänvisning till standardavtalet i det enskilda fallet.”³ Uppfattningen motiveras med argumentet att standardavtal som är allmänt accepterade främjar förutsebarhet och stabilitet på marknaden. Dessutom anses att 36 § avtalslagen, som tillåter en skälighetsprövning, kan tillämpas som ett korrektiv av både standardavtal och handelsbruk. När det gäller standardavtal som tillämpas allmänt i en bransch ser man en större chans att ett sådant avtal accepteras som avtalsinnehåll än ett standardavtal som upprättats av en enskild part. Det anses att ”ett standardavtal som upprättats av organisationer som företrätt båda partsintressena i den typ av avtalsförhållande som standardavtalet är avsett för – dvs. ett *agreed document* – har särskilt goda utsikter att slå igenom.”⁴

Det finns en liknande uppfattning i svensk doktrin att standardvillkor som har egenskap av *agreed documents* kan bli del av ett individuellt avtal i form av en referensklausul utan att en

¹ U. Bernitz, s. 34.

² U. Bernitz, s. 34.

³ J. Ramberg, Standardavtal med kommentar till 1994 års avtalsvillkorslag, Supplement till Allmän avtalsrätt, Stockholm 1995, s. 16.

⁴ J. Ramberg, Standardavtal, s. 11.

hänvisning förekommer.¹ Detta gäller under förutsättning att sådana standardvillkor tillämpats länge av stora och välkända företag och att standardvillkoren tillkommit som resultat av både säljar- och köparorganisationer.

En annan intressant kommentar hittar man i nordisk doktrin där *agreed documents* och standardvillkor eller standardavtal som tillämpas vanligtvis skall bedömas utifrån särskilda kriterier ”som ligger närmare det som gäller för offentliga reglementen”.² Denna bedömning ser alltså den allmänna användningen av vissa standardavtal eller standardvillkor som ett slags utveckling mot regler som får en karaktär av allmänna regler.

Frågan om införlivandet av standardvillkor som fått en särställning inom en bransch diskuterades i nordisk doktrin relativt tidigt. I finsk litteratur hittar man flera uppfattningar att standardvillkor skulle kunna accepteras som en del av det enskilda avtalet utan en uttrycklig hänvisning till dessa standardvillkor. Enligt en tolkning³ finns det tre förutsättningar som skall vara uppfyllda för att motparten skall vara bunden av sådana standardvillkor. Den första förutsättningen är att ifrågavarande företag, enligt allmän erfarenhet, sluter avtal blott med hjälp av standardvillkor. Den andra förutsättningen är att det handlar om ett stort företag eller ett företag som dominerar inom sin bransch. Den tredje förutsättningen är att motparten haft möjlighet att på förhand bekanta sig med standardvillkoren. Analyserar man dessa tre förutsättningar ser man anledning till kritik, särskilt gällande acceptansen av standardavtal som upprättats av en dominerande aktör på marknaden. I dagens läge har man en mer kritisk inställning mot sådana standardavtal jämfört med *agreed documents* som upprättas av branschorganisationer som representerar båda parterna i avtalet.

Enligt en annan åsikt skall bundenhet av standardvillkor, utan deras införlivande i det individuella avtalet, uppstå för motparten därför att motparten presumeras ha ingått avtalet under sådana standardvillkor. I sådana fall utgör standardvillkoren ”en väsentlig del av det enskilda avtalsinnehållet och det är brukligt samt allmänt känt att villkoren nyttjas för ifrågavarande avtalstyp.”⁴ Denna uppfattning definierar ett viktigt element som har betydelse för tillämpning av *ISDA Documentation* som ett standardavtal, nämligen att standardvillkoren utgör en väsentlig del av det enskilda avtalet. Denna omständighet analyseras senare i detta avsnitt.

Det finns en liknande uppfattning i nordisk doktrin som tillåter att motparten blir bunden av standardvillkor utan deras införlivande i det enskilda avtalet ”då de allmänna avtalsvillkoren utgör en nödvändig beståndsdel i det enskilda avtalet och det sällan förekommer att avtal ingås utan sådana villkor eller med avvikelse från dem.”⁵ Denna uppfattning framhäver också det viktiga element som nämnts ovan, nämligen att en viktig del av det individuella avtalet består av standardvillkor. Denna omständighet har som sagt en stor betydelse i samband med tillämpning av *ISDA Documentation*.

I engelsk rätt hittar man liknande överväganden om standardvillkor som har en särställning inom en bransch. De villkor som skall vara uppfyllda för att sådana standardvillkor skall vara

¹ K. Grönfors, Avtalslagen, 2 uppl., Stockholm, 1989, s. 42.

² K. Krüger, Norsk kontraktsrett, Bergen, 1989, s. 483

³ C. Olsson, Verkan av avtalsklausuler i standardformulär. Förhandlingarna å det tjugoförsta Nordiska Juristmötet i Helsingfors den 22-24 augusti 1957, Bilaga VI, Vammala, 1959 s. 23 f.

⁴ P. Wetterstein, Säljarens garantiutfästelser vid lösöreköp, Åbo, 1982, s. 116.

⁵ L.A. Taxell, Avtal och rättsskydd, Åbo, 1972, s. 42.

bindande för motparten utan införlivande har fastställts i ett engelskt rättsfall.¹ I detta fall handlade det om två företag som sysslade med uthyrning av byggnadsutrustning, och alltså var i samma bransch. De två företagen ingick per telefon ett avtal där ett företag hyrde ut en kran till det andra företaget. Uthyraren skickade sina standardvillkor med leveransen, alltså efter avtalsingåendet, utan att man gjort hänvisning till dessa villkor i det muntliga avtalet. Standardvillkoren innehöll vissa bestämmelser om betalning av skador på den uthyrda utrustningen. Kranen blev skadad när den fanns hos motparten och motparten vägrade betalning av dessa kostnader. Motparten argumenterade att den inte varit bunden av standardvillkor som inte inkluderats i det muntliga avtalet. Domstolen fann att motparten var bunden av standardvillkoren även om de skickades till motparten efter avtalsingåendet. Denna bundenhet grundades på tre villkor som domstolen fastställt i sin dom. Det första villkoret är att det handlar om avtalsparter ”*in the same trade*” alltså i samma bransch. Det andra villkoret är att parterna har samma förhandlingsstyrka vid avtalsingående och det tredje villkoret är att parterna har kännedom om att sådana standardvillkor gäller allmänt. Rättsfallet kommenterades också i den engelska doktrinen som framhåvt de tre villkoren som fastställdes av domstolen för bundenhet av sådana standardvillkor.²

Rättsfallet som beskrivits ovan gällde situationer där avtalsparterna varit medvetna om att standardvillkoren existerat. I ett annat rättsfall³ har en motpart åberopat att den inte läst hänvisningen till standardvillkoren trots att hänvisningen blivit inkluderad i avtalet. Domstolen fastställde i sitt beslut att omständigheten att en motpart inte läst avtalsvillkoren inte påverkar motpartens bundenhet av dessa standardvillkor. Omständigheterna i målet var sådana att motparten erhållit vissa dokument som hänvisat till standardvillkor minst tre eller fyra gånger varje månad under en period av tre år. Motparten påstod att denne inte läst dessa hänvisningar vilket skulle, enligt motpartens uppfattning, resultera i att den inte varit bunden av dessa standardvillkor. Denna argumentation accepterades inte av domstolen som fastställde att den part som hänvisat till standardvillkor haft anledning att förlita sig på att motparten inte haft några invändningar avseende införlivande av standardvillkoren i avtalet.

Analysen av de olika uppfattningarna avseende införlivande av vissa standardvillkor som har en särställning i en viss bransch ger flera element som kan användas för analysen som följer nedan. Denna analys avser frågan om *ISDA Documentation* fått en särställning inom derivat- och kreditderivatbranschen så att dokumentationen kan anses vara bindande utan dess införlivande i det individuella avtalet.

Den första uppfattningen ovan ställer sig i stort sett negativt till särställningen av standardvillkor och deras tillämpning utan införlivande i det individuella avtalet. Ett undantag accepteras i fall ”när företag inom en specifik bransch mellan sig tillämpar gemensamt upprättade standardavtal utan varianter.”⁴ Jämför man detta undantag med allt som skrivits ovan om utformningen av *ISDA Documentation*, om dess tillämpning mellan *ISDA*s medlemmar och om övriga omständigheter avseende denna dokumentation, ser man att undantagsformuleringen motsvarar tillämpningen av *ISDA Documentation*. *ISDA* har i själva verket utformat sin dokumentation för kreditderivattransaktioner för tillämpning som standardavtal mellan sina medlemmar i första hand. Dessutom kan kreditderivatbranschen uppfattas som en specifik bransch, precis som i undantagsformuleringen ovan. Som slutsats

¹ British Crane Hire v. Ipswich Plant Hire Ltd [1975] Q.B. 303, C.A.

² D. Yates, A.J. Hawkins, Standard Business Contracts: Exclusions and Related Devices, London, 1986, s. 70-71.

³ Kendall (Henry) & Sons (A Firm) v. William Lillico & Sons Ltd [1969] 2 A.C. 31, H.L.

⁴ U. Bernitz, s. 34.

kan sägas att *ISDA Documentation* för kreditderivat uppfyller samtliga villkor från den mest restriktiva uppfattningen om särställning om vissa standardvillkor. Denna slutsats gäller när *ISDA Documentation* tillämpas mellan aktörer som anses ha erfarenhet av kreditderivattransaktioner.

Den andra uppfattningen om särställning av standardvillkor definierar två viktiga element för sin bedömning. Det första elementet är att standardavtal vunnit "erforderlig utbredning och stadga"¹ och det andra elementet är att det handlar om "ett standardavtal som upprättats av organisationer som företrätt båda partsintressena i den typ av avtalsförhållande som standardavtalet är avsett för – dvs. ett *agreed document*..."² Ställer man *ISDA Documentation* mot bakgrund av dessa två element kan man inte vara helt säker på att *ISDA Documentation* tillfredsställer båda dessa villkor, särskilt gällande uttrycket erforderlig utbredning och stadga som kan tolkas på olika sätt. *ISDA*s ambition var att skapa ett regelverk som skulle tillämpas i hela världen. Enligt *ISDA*s statistik verkar det vara så att samtliga aktörer som ingår sådana transaktioner tillämpar detta regelverk men det finns ingen annan statistik om detta. Då bör man kanske acceptera *ISDA*s statistik med hänsyn till det faktum att det inte finns någon annan standardiserad dokumentation för denna transaktionstyp. Samma slutsats gäller också bedömning av dokumentationens stadga.

Bedömningen av *ISDA Documentation* som ett *agreed document* kan leda till olika resultat beroende på vilka aktörer som tillämpar dokumentationen. I förhållande till aktörer som kallats för den inre kretsen (se ovan analysen om *ISDA Documentation* som handelsbruk) gäller dokumentationen med stor säkerhet som ett *agreed document*. Men man kan inte vara säker på att samma slutsats gäller aktörer som hör till den yttre kretsen. Avslutningsvis kan man säga att uppfattningen är mindre restriktiv än den första eftersom den tillåter särställning av standardvillkor även i förhållande till aktörer utanför en och samma bransch. Ändå är sannolikheten för att en sådan särställning accepteras för vissa standardvillkor högre om standardvillkor utformas som *agreed documents* av organisationer som företräder båda parterna i avtalet.

Att standardvillkor används av stora och välkända företag som vägrar ingå avtal under andra villkor har nämnts två gånger ovan som ett element som påverkar särställningen av standardvillkor.³ Det finns ingen till förklaring varför detta element har en större betydelse och man kan endast anta att detta är ett indirekt argument. Man kan nämligen anta att de stora företagen i en bransch ingår de flesta avtalen av en särskild typ och om dessa avtal inkluderar standardvillkor, får denna avtalstyp en stor spridning. Den standardiserade avtalstypen blir alltså dominerande. Om man analyserar detta element mot bakgrund av *ISDA Documentation* ser man att dokumentationen uppfyller detta villkor. Dokumentationen tillämpas av de stora globala bankerna som dominerar marknaden. Det är säkert att just dessa aktörer har bidragit mest till spridning av *ISDA Documentation*.

En omständighet som nämnts i uppfattningarna ovan och som mycket väl avspeglar förhållandena i samband med tillämpningen av *ISDA Documentation* är dokumentationens speciella betydelse för hela avtalet. Det har nämnts ovan att vissa standardvillkor har en särställning när de utgör "en väsentlig del av det enskilda avtalsinnehållet och det är brukligt samt allmänt känt att villkoren nyttjas för ifrågavarande avtalstyp."⁴ Omständigheten har

¹ J. Ramberg, Standardavtal, s. 16.

² J. Ramberg, Standardavtal, s. 11.

³ K. Grönfors, s. 42; C. Olsson, s. 23f.

⁴ P. Wetterstein, s. 116.

också beskrivits som att ”de allmänna avtalsvillkoren utgör en nödvändig beståndsdel i det enskilda avtalet och det sällan förekommer att avtal ingås utan sådana villkor eller med avvikelse från dem.”¹ Dessa beskrivningar behöver ingen komplettering när de används för analys av förhållandet mellan *ISDA Documentation* och det hela avtalet. Man kan endast konstatera att det är svårt att tänka sig avtal om kreditderivat som inte regleras av *ISDA Documentation*. Frågan är om sådana avtal, särskilt om de förblir muntliga, skulle kunna fungera. En anledning till detta är att *ISDA Documentation* har en egenskap som övriga standardavtal inte har, det är ett komplett och avrundat internationellt regelverk med en mycket större omfattning och innehåll än standardavtal.

Jämförelsen av *ISDA Documentation* med de tre villkoren som formulerats i det engelska rättsfallet² som beskrivits ovan vänder analysen tillbaka till den mest restriktiva uppfattningen om särställningen av standardvillkor.³ Enligt de villkor som den engelska domstolen formulerat i rättsfallet får standardvillkor en särställning endast om avtalsparterna hör till samma bransch, om de har samma förhandlingsstyrka och om de har kännedom om att dessa standardvillkor gäller allmänt i deras bransch. Villkoren tillåter alltså inte bundenhet av standardvillkor med särställning utan hänvisning i avtal mellan aktörer i olika branscher.

Analysen av de olika omständigheterna som påverkar standardvillkorens särställning och som tillåter bundenhet av dessa villkor utan hänvisning i avtalet visar att *ISDA Documentation* uppfyller nästan samtliga villkor som nämnts ovan. Detta ger anledning till slutsatsen att *ISDA Documentation* har en särställning och gäller även om avtalsparterna inte inkluderat den i det muntliga avtalet. Det gäller de aktörer som hör till samma bransch, vilket inte är enkelt att definiera. Av de anledningar som angivits i analysen av *ISDA Documentation* i förhållande till handelsbruk kan man beteckna de kreditderivatanvändare som hör till den inre kretsen som samma bransch. De övriga institutionerna som ingår kreditderivattransaktioner hör inte nödvändigtvis till denna inre krets även om de i andra sammanhang hör till samma bransch som aktörerna från den inre kretsen.

Diskussionen om *ISDA Documentation* i egenskap av standardavtal, handelsbruk, standardavtal med särställning eller i egenskap av ett internationellt regelverk visar att dokumentationen kan ha varierande egenskaper. Vilken egenskap som dokumentationen får i ett konkret fall beror huvudsakligen på vilka aktörer som ingår transaktionen. *ISDA Documentation* blir bindande för avtalsparterna genom införlivandet i det muntliga avtalet vilket är det grundläggande sättet att inkludera standardvillkor i ett avtal. Dokumentationen kan även vara bindande utan införlivande i det muntliga avtalet när den får egenskap av handelsbruk eller på grund av sin särställning inom kreditderivatbranschen. När det gäller dokumentationens egenskap av ett internationellt regelverk resulterar det inte i något slags bundenhet utan införlivande i det muntliga avtalet. Dokumentationens egenskap av ett internationellt verk gör däremot dokumentationen oundviklig för avtalsparter eftersom den är unik och det inte finns någon annan rättskälla för denna avtalstyp. På så sätt får dokumentationen den internationella spridning och betydelse som *ISDA* tänkt sig vid dokumentationens utformning, vilket stärker dokumentationens ställning både som standardavtal, som handelsbruk och som standardavtal med särställning.

¹ L.A. Taxell, s. 42.

² *British Crane Hire v. Ipswich Plant Hire Ltd* [1975] Q.B. 303, C.A.

³ U. Bernitz, s. 34.

7.7 ISDAs försök att skapa ett internationellt standardavtal som en finansiell produkt

Inledningsvis har det förklarats att *ISDA Documentation* utgör ett omfattande internationellt regelverk som försöker reglera allt som *ISDA* kunnat förutse i samband med ingående kreditderivattransaktioner. Förfaringssättet är inte specifikt endast för *ISDAs* dokumentation för kreditderivat utan för samtliga *ISDAs* dokumentationsuppsättningar. *ISDA Master Agreement*, som är ett ramavtal för samtliga transaktioner som dokumenteras av *ISDAs* dokumentationsuppsättningar, försöker genom sina bestämmelser reglera samtliga situationer i samband med avtalsbrott, anledningar för hävning av avtalet, uträkning av belopp som den part som brutit mot avtalsförpliktelser skall betala till motparten och liknande. Eftersom det handlar om internationella förhållanden har *ISDA* försökt utforma bestämmelserna i dokumentationen på så sätt att de inkluderar samtliga juridiska figurer och de former som de får i olika lagstiftningar. Tanken var att utveckla en dokumentation som skall möjliggöra internationella transaktioner med en minimal koppling till olika nationella lagstiftningar.

Det som är intressant för denna avhandling är naturligtvis *ISDAs* standardiserade dokumentationsuppsättningar, särskilt den som är avsedd för avtal om kreditderivat. Det som kännetecknar *ISDA Documentation* är *ISDAs* ambition att skapa ett regelverk som har en större betydelse än ett standardavtal. En eventuell transformation av *ISDA Documentation* till ett allmänt gällande handelsbruk har inte varit *ISDAs* mål. *ISDAs* regelverk syftar till att bli det enda gällande regelverket för vissa avtalstyper, bland annat kreditderivat. I denna process framstår *ISDA* som en exklusiv skapare av detta regelverk och det subjekt som kontrollerar det och gör nödvändiga ändringar i framtiden. I denna egenskap agerar *ISDA* på ett sätt som är nytt för standardavtalsuppkomst, nämligen som en marknadsorienterad aktör som propagerar och säljer sin produkt.

Att skapa ett standardavtal för en internationell tillämpning är inget nytt i juridiken. Det är heller inget nytt att det finns internationella regler som framstår som i huvudsak oberoende av rättsordningen i något land. Dessa regler kallas för *lex mercatoria* och de har existerat länge. Det som är nytt är att *ISDA* forcerat spridningen och tillämpningen av sitt regelverk på ett nytt sätt och lyckats få det accepterat av de flesta aktörerna inom en kort tid. Som en del av denna process har *ISDA* författat och publicerat så kallade *User's Guides* för båda versionerna av *ISDA Master Agreement* från 1992 och 2002. Publikationerna ger nödvändiga förklaringar och utgör ett viktigt hjälpmedel vid användningen av *ISDA Documentation*. Dessutom organiserar *ISDA* seminarier och utbildningar om sina produkter. Det finns många andra aktörer som gör ännu mer än *ISDA* för marknadsföringen och tillämpningen av *ISDA Documentation*. Bland dessa aktörer finns *ISDAs* medlemmar, för det mesta de stora globala bankerna, som gör presentationer av "produkter" till olika potentiella motparter. Det är faktiskt de stora bankerna som uppfunnit kreditderivattransaktioner och testat dem i avtal som de ingått med varandra. Vid varje presentationstillfälle hänvisar bankerna till *ISDA Documentation* och diskuterar sina eventuella framtida avtal utifrån det som stipuleras i denna dokumentation. En annan viktig grupp som bidragit till spridning av *ISDA Documentation* är de stora internationella advokatbyråerna som tillämpat dokumentationen i en tidig fas. Vissa advokatbyråer har anlitats av *ISDA* vid utformningen av *ISDA Documentation* och samtliga dessa advokatbyråer försöker sälja sina kunskaper inom området. Det gör de genom seminarier och utbildningar där de samtidigt får betalt för sitt arbete och presenterar sig till sina potentiella klienter vilka eventuellt kommer att ingå kreditderivattransaktioner och kommer att behöva juridisk hjälp med detta.

Omständigheterna som beskrivits ovan visar att *ISDA Documentation* behandlats som en produkt för försäljning. Det är klart att försäljningsprocessen tillsammans med de övriga marknadsaktiviteterna kraftigt har bidragit till spridningen och den omfattande tillämpningen av *ISDA Documentation* men att allt detta har hänt inom en bredare globaliseringsprocess. Vissa aspekter av globaliseringen och dess påverkan på utformningen av regler inom den internationella finansvärlden analyseras nedan.

7.8 Utformningen av *ISDA Documentation* i samband med globaliseringen

Globaliseringen kan analyseras utifrån många aspekter och det är nödvändigt att inledningsvis förklara att den följande analysen behandlar endast vissa ändringar av den reglering av finansverksamhet som skett under de två senaste decennierna. Förutom utvecklingen av kommunikationer och bland annat sociala och kulturella effekter av globaliseringen finns det två följder av denna process som är viktiga att uppmärksamma i detta sammanhang. Det första är bildande av stora multinationella företag och finansiella institutioner vilkas ekonomiska styrka överträffar bruttonationalprodukterna i många stater i världen. Den andra följden är en ökad betydelse av internationella organisationer i olika verksamheter. Aktörerna har utvecklat världsomfattande verksamheter som i vissa fall får en karaktär av överstatlighet. Det anses att denna process resulterat i en mycket djupare process där styrandet av vissa verksamheter efter hand förflyttas från statliga till privata aktörer.¹

Globaliseringsprocessen inom den finansiella världen har också vissa juridiska aspekter. I en globaliserad värld får vissa brott mot reglerna i ett rättssystem kraftiga konsekvenser i andra rättssystem. Detta märktes särskilt i den finansiella världen under finanskrisen i Asien 1997 som påverkade hela världen. Det hände också senare i samband med finanskriser i Ryssland och Argentina. Dessa händelser fick alltså en icke-territoriell karaktär vilket ifrågasatte statens styrka att förebygga eller styra sådana processer eller förmågan att kontrollera starka multinationella företag och finansiella institutioner. Detta uppfattades som ett förnekande av rättens nationella karaktär och dess koppling till en stat och ett territorium.²

Dessa händelser var anledning till att stater var tvungna att intensifiera sitt samarbete på en multilateral nivå, genom olika internationella organisationer. Syftet är att nationella tillsynsmyndigheter skall kunna styra och kontrollera de stora multinationella aktörerna vilket inte varit möjligt tidigare. Samarbetet sker genom existerande internationella organisationer som till exempel EU, OECD och liknande vilket resulterar i harmonisering av nationella lagstiftningar och samarbete vid deras tillämpning. Processerna har också kommit långt och resulterat i en utökad styrka av internationella organisationer. Dessutom har många stater som till exempel Ryssland och östeuropeiska stater samtidigt genomfört privatisering och många stater har genomfört avreglering av vissa verksamheter inom till exempel telekommunikationer och liknande. Dessa processer har minskat statligt styrande och reglering av många verksamheter och förstärkt privata aktörer, deras positioner och deras ekonomiska styrka. Detta kallas för skiftning av makt från staten till privata aktörer.³

Processerna som beskrivits ovan har resulterat i en annan process där privata aktörer utformar regler i stället för staten. Denna process kallas för självreglering eller *private law-making*. Det

¹ J.J.Norton, H.M.Shams, The Public-Private Law Dichotomy/Interconnection: The Public/Private "Partnership" in Modern Banking Regulation, publicerad i The Breakdown of Public & Private Law Dichotomy in Commercial and Financial Law, Redaktör Lars Gorton, Lund 2003, s. 21.

² J.J.Norton, H.M.Shams, s. 23.

³ J.J.Norton, H.M.Shams, s. 23-25.

har alltid varit praxis i nästan alla länder att privata grupper deltagit i utformningen av lagstiftningen på ett eller annat sätt. Deltagandet sker genom inflytande på olika politiska partier, genom deltagande i lagstiftningsprocessen, särskilt genom branschorganisationer, genom olika lobby-verksamheter och så vidare. Dessutom utformade de olika grupperna regler som inte utgör lagstiftning som till exempel handelsbruk och standardavtal. Med globaliseringen fick de privata grupperna och aktörerna en utökad makt så att till exempel lagstiftningsprocessen inkluderar ett obligatoriskt deltagande i olika branschorganisationer. Det händer allt oftare att staten delegerar makt till privata organisationer att skapa regler inom vissa områden. En tredje form av en sådan privat regelutformning är en frivillig självreglering vars betydelse har ökat avsevärt med globaliseringsprocessen. Privat regelutformning var känd tidigare på en statlig eller regional nivå men på sistone har det fått en världsomfattande karaktär. Utvecklingen har tagit fart sedan multinationella aktörer känt behov av att utforma och följa egna regler eftersom regler som utformats av stater inte var tillfyllest för deras verksamhet.¹

Avreglerings- och självregleringsprocesser som beskrivits ovan har fått sina konsekvenser i nationella lagstiftningar. Det gäller särskilt avreglering av kapitalmarknaden och harmonisering av lagstiftning inom EU. I svensk rätt tog denna process fart i början av 1980-talet och pågår fortfarande.²

Multinationella finansiella institutioner och särskilt de stora bankerna som också kallas för elitbanker har under tiden väsentligt ändrat sin verksamhet. Bankernas klassiska inlånings- och utlåningsverksamhet har ändrats och nya finansiella tjänster och transaktioner har utvecklats. Transaktionerna, som också kallas för produkter, var i stort sett internationella och det fanns inga regler för en sådan verksamhet. De blev väldigt sofistikerade och expanderade på kort tid. OTC-derivattransaktioner var bland de viktigaste nya produkterna och de anses vara nya motorer i bankernas verksamhet.³

När det gäller *ISDAs* verksamhet som beskrivits ovan kan man konstatera att *ISDA* och liknande internationella organisationer inom finanssektorn fått en ny egenskap. De uppfattas nuförtiden inte endast som branschorganisationer utan även som privata aktörer som fått en del av den statliga makten att utforma regler. Denna egenskap, eller åtminstone detta sätt att agera, blev resultatet av de stora processer som kännetecknar globaliseringen inom den internationella finansvärlden såsom beskrivits ovan. De privata aktörernas nya egenskap har också accepterats av nationella lagstiftare och tillsynsmyndigheter som en konsekvens av de stora förändringarna, särskilt avregleringen av den finansiella sektorn. USA:s finansiella sektor är särskilt viktig och förändringar i USA:s finansiella lagstiftning påverkar hela den internationella finansmarknaden. USA:s finansmyndigheter har diskuterat om det funnits behov av att reglera kreditderivattransaktioner genom lagstiftning vilket kunde vara motiverat med hänsyn till de stora risker som derivattransaktioner innebär. Diskussionen avslutades och myndigheterna avstod från denna idé varför kreditderivattransaktioner fortfarande regleras av *ISDAs* privatförfattade regler.

Avregleringen av de internationella finansiella transaktionerna har gått hand i hand med marknadsutvecklingen. I dagens läge är det svårt att säga vad som påverkat utvecklingen mest, den politiska avregleringskraften eller de fundamentala marknadsdrivande krafterna.

¹ J.J.Norton, H.M.Shams, s. 27-29.

² P-O Jansson, Sanning och myt kring kapitalmarknadens avreglering, JT 1995-96:4, s. 996-1016.

³ J.J.Norton, H.M.Shams, s. 38.

Det anses att alla krafter verkat åt samma håll på dessa områden.¹ Man bedömer att utvecklingen som den beskrivits ovan kommer att fortsätta och att: ”De politiska beslutsfattarna tycks inte vilja bryta denna utveckling och även om de skulle vilja det, vore det inte troligt att de skulle lyckas därmed annat än i begränsade avseenden.”² Denna bedömning skrevs för tio år sedan, innan den europeiska enhetsvalutan EURO introducerades inom en majoritet av EU:s medlemsstater. Utvecklingen under de senaste tio åren har bekräftat denna bedömning och utgör grund för en ny bedömning innebärande att utvecklingsprocessen på detta område kommer att fortsätta med samma intensitet.

När man analyserar *ISDA*s aktiviteter och agerande utifrån de omständigheter som beskrivits ovan ser man att *ISDA* uppfattar sig själv som en stark privat aktör som har makt att utforma regler och styra verksamheter. Detta innebär inte endast utformning av nya regler utan även deras ändring efter behov. *ISDA* förväntar sig att de aktörer som tillämpar dokumentationen accepterar även dokumentationens ändringar när de ingår nya transaktioner. Detta påminner om lagstiftningsmakt och ändringar i lagstiftning som måste följas. *ISDA*s ambitioner är att reglera vissa finansiella avtal, bland annat avtal om kreditderivat. *ISDA* har varit aktivt och gjort stora insatser för utformningen och marknadsföringen av sina regler och resultatet av det stora arbetet är tydligt. *ISDA Documentation* har spridit sig världen över, den fick också en japansk version, precis som de övriga *ISDA*s dokumentationsuppsättningar, och det är svårt att tänka sig att några aktörer som agerar på den internationella finansmarknaden skulle försöka utforma en annan dokumentation. Utvecklingen av *ISDA Documentation* och följande aktiviteter utgör en ny process inom rättsbildningen som är värd att uppmärksamma eftersom det säkert kommer fler sådana självregleringar på en världsomfattande nivå, inte enbart inom finansrätten utan även inom andra rättsområden.

7.9 *ISDA Documentation* som en unik rättskälla

I de föregående avsnitten har *ISDA Documentation* analyseras utifrån standardavtal, handelsbruk och privat regelutformning i den globaliserade världen. En fråga har också ställts, nämligen om *ISDA Documentation* kan uppfattas som ett oberoende regelverk, något slags *lex mercatoria*, som eventuellt skiljer sig från handelsbruk. Innan denna fråga besvaras är det intressant att analysera dokumentationen som en rättskälla för aktörer som söker regler om kreditderivat.

Diskussionen skiljer sig från analyserna av *ISDA Documentation* i förhållande till standardavtal och handelsbruk som gjorts i de föregående avsnitten. När man diskuterar användningen av *ISDA Documentation* som ett standardavtal antar man att avtalsparterna som ingår ett avtal har kännedom om det. När det gäller *ISDA Documentation* i förhållande till handelsbruk antar man att kunskap om dokumentationen och dess bestämmelser spridit sig och blivit känd bland ett större antal aktörer. När man däremot analyserar dokumentationen som en unik rättskälla avser man potentiella parter i en kreditderivattransaktion och de som söker källor för att få kunskap om detta.

När det gäller frågan om *ISDA Documentation* som en rättskälla kan man göra en jämförelse med rembursreglerna och den allmänt accepterade dokumentationen *UCP 500*. Till skillnad från till exempel köp- och transporträttsliga avtal, som är reglerade i nationella lagstiftningar som baseras på internationella konventioner, är rembursen i stort sett oreglerade i nationella lagstiftningar. Endast ett fåtal stater har lagstiftning som reglerar rembursen. I övrigt har

¹ P-O Jansson, s.1012.

² P-O Jansson, s.1013.

remburser existerat utan inbladning av lagstiftare och reglerats av internationella regler som inte har karaktär av lagstiftning.¹ Utvecklingen av internationella regler har varit relativt lång men de regler som tillämpas nuförtiden har utarbetats av Internationella Handelskammaren och kallas för *UCP 500*. De anses vara ”den viktigaste rättskällan”² för remburs. Reglerna har en global spridning och det är svårt att tänka sig att några aktörer som ingår rembursransaktioner skulle komma på tanken att sätta sig och författa egna regler för sin individuella rembursransaktion.

Det finns åtskilliga skillnader mellan *UCP 500* och *ISDA Documentation*. Remburs tillämpas i en mycket större omfattning än kreditderivatransaktioner varför de två avtalstyperna inte kan jämföras på detta sätt. Dessutom har rebursregler existerat under en mycket längre tid och fått en global spridning på ett helt annat sätt än *ISDA Documentation*. Spridningssätten är också svåra att jämföra. Det finns däremot en intressant egenskap hos både *UCP 500* och *ISDA Documentation* som påverkat utvecklingen av de två dokumentationsuppsättningarna, även om denna egenskap har sitt ursprung i olika omständigheter. Den gemensamma egenskapen är att de två dokumentationsuppsättningarna fungerar som unika rättskällor för respektive avtalstyp. Det finns ingen annan konkurrerande rättskälla som skulle kunna utgöra en grund för andra lösningar än de lösningar som finns i *UCP 500* och *ISDA Documentation*. Detta gäller med en reservation för några få nationella lagregler som reglerar remburs. Generellt kan man konstatera att det inte finns någon annan än Internationella Handelskammare respektive *ISDA* som författat andra regler för remburs respektive kreditderivat. Rättspraxis avseende tillämpningen av *UCP 500* är naturligtvis mycket rikare än den närmast obefintliga rättspraxis avseende tillämpningen av *ISDA Documentation*.

Det faktum att en dokumentationsuppsättning är en unik rättskälla innebär att alla som vill veta något om remburs eller kreditderivat hänvisas till dokumentationen eftersom det inte finns någon annan källa, med undantag för några få lagregler för remburs som gäller i några få stater. I dokumentationerna regleras hur avtalen fungerar, vilka avtalsmekanismer som finns, vilka parternas rättigheter och skyldigheter är och så vidare. Läser man juridisk litteratur som behandlar avtal om kreditderivat ser man att den baseras på *ISDA Documentation*. På detta sätt framstår *ISDA Documentation* som en exklusiv och unik rättskälla för avtal om kreditderivat, särskilt för *credit default swaps*. Dokumentationen har även påverkat andra typer av kreditderivat som dokumenteras med särskilt författade avtal. Ett exempel på detta är *credit linked notes* som inte använder *ISDA Documentaion* men använder vissa termer från denna dokumentation och inkluderar termerna i egna bestämmelser. Det gäller särskilt definitioner av kredithändelser, det vill säga *Credit Events*, uppgörelsemetoder och liknande. Det ter sig naturligt att utställare av *credit linked notes* gör på detta sätt eftersom dessa *notes* ofta är kopplade till *credit default swaps* där utställaren agerat i egenskap av skyddssäljare. I sådana fall måste *credit linked notes* matcha de kreditrisker som inkluderats i *credit default swaps* vilket innebär att definitioner av dessa kreditrisker, kredithändelser och annat som är väsentligt för denna transaktion måste avspeglas i dokumentationen av *credit linked notes*.

Vilken uppfattning kan en läsare få efter att han letat efter rättskällor om kreditderivat och hittat endast *ISDA Documentation* och juridisk litteratur som baseras på denna dokumentation? Det är samma uppfattning som en potentiell användare av remburs får när han letar efter regler som reglerar denna avtalstyp. Det man hittar är *UCP 500* och en mycket

¹ L. Gorton, Rembursrätt, s. 30-32.

² L. Gorton, Rembursrätt, s. 39.

omfattande juridisk litteratur och rättspraxis, baserad på *UCP 500*. Den enda slutsats man kan dra efter att ha läst dessa rättskällor är att reglerna gäller. Om en sådan potentiell användare av kreditderivat eller remburs frågar sin motpart, troligtvis en bank, om det går att förhandla och utforma sina egna regler kan man med största säkerhet påstå att bankerna skulle vägra göra det. Några undantag är förmodligen möjliga när det gäller särskilt stora och ovanliga transaktioner. Men även i sådana fall kan man anta att ett sådant arbete skulle resultera i en mer omfattande modifiering av den existerande dokumentationen, alltså inte i uppfinnandet av något nytt.

Man kan utgå från det faktum att *UCP 500* eller *ISDA Documentation* endast är avtal och inget annat och att det finns avtalsfrihet. Man kan kräva från sin motpart att acceptera det och förhandla om en ny individuellt utformad dokumentation. Men i verkligheten gör man inte så eftersom ett sådant agerande inte är rationellt. Finns det någon dokumentation, numera i vissa fall kallad för produkt, som testats i praktiken och finputsats av skaparna, tar man denna dokumentation och tillämpar den. Ser man att denna dokumentation är den enda i världen och att alla aktörer använder den får man uppfattningen att det är det enda man kan göra. På detta sätt uppfattar man också lagbestämmelser som föreskriver att man måste agera på ett visst sätt. Man kan i många situationer undvika tillämpning av lagbestämmelser om man avstår från det som man tänker göra och som regleras i lagen. Det kan man också göra avseende remburs eller kreditderivat, alltså avstå från en sådan transaktion. Men om man vill genomföra transaktionen framstår reglerna som oundvikliga och lagliknande eftersom de är unika och det inte finns några andra regler att välja.

7.10 Slutsats

I de föregående avdelningarna har *ISDA Documentation* analyserats i egenskap av standardavtal, handelsbruk och den viktigaste rättskällan för avtal om kreditderivat. Frågan om bundenhet av *ISDA Documentation* utan dess införlivande i kreditderivatavtal har också analyserats samt utvecklingen av dokumentationen för användning i den globaliserade världen och lansering av dokumentationen som en ny finansiell produkt.

Analysen av *ISDA Documentation* som standardavtal visar att detta standardavtal har flera syften. Det första syftet som är gemensamt för samtliga standardavtal är rationaliseringssyftet som inte helt uppnåtts av denna standardiserade dokumentation. Dokumentationen är som sagts tidigare väldigt komplicerad och svårtillämpad även för jurister som inte har erfarenhet av sådana transaktioner. Det enda resultatet som för närvarande syns i frågan om *ISDA Documentation* har uppnått något rationaliseringssyfte är en rationalisering av juristernas arbete. Oerfarna icke-jurister kan inte använda denna standardiserade dokumentation om de inte har en ordentlig utbildning om dokumentationens rättsverkningar. Det andra syftet med dokumentationen var att fastställa och stabilisera avtalskonceptet och analysen ovan visar att dokumentationen uppnått detta syfte. Analysen av parternas ekonomiska styrka vid utformningen av dokumentationen och avtalsingåendet visar att ett stort antal aktörer som ingår kreditderivat är de stora globala bankerna som ingår dessa avtal med varandra. I sådana situationer kan man inte hävda att en part varit överlägsen vid avtalsingåendet på grund av sin ekonomiska styrka. Frågan om parternas överlägsenhet och underlägsenhet kan eventuellt aktualiseras i fall där motparter till de stora globala bankerna är aktörer som inte är *ISDA*s medlemmar och som inte deltagit i utformningen av dokumentationen. Ändå visar användning av *credit linked notes*, som inte är standardiserade avtal, att sådana aktörer som står utanför *ISDA*s kretsar inte använder den standardiserade dokumentationen för sina behov.

Analysen av standarddokumentationen som handelsbruk visar att dokumentationen kan ha varierande egenskaper. Detta innebär att i vissa fall och mellan vissa aktörer den kan fungera som handelsbruk medan det i övriga fall inte blir så. Vilken egenskap som dokumentationen får i ett konkret fall beror huvudsakligen på vilka aktörer som ingår transaktionen. *ISDA Documentation* kan bli bindande för avtalsparter som handelsbruk om dessa parter är *ISDA*s medlemmar, som dagligen använder denna dokumentation, och i fall när dessa parter ingår kreditderivatavtal med varandra. I övriga fall är det svårt att acceptera att standarddokumentationen har egenskap av handelsbruk. Samma slutsats gäller frågan om bundenhet av standarddokumentation utan dess införlivande i det muntliga avtalet.

Analysen ovan omfattar även några omständigheter som bidragit till en så snabb spridning av dokumentationen som globaliseringen av den finansiella marknaden och lanseringen av dokumentationen som en ny finansiell produkt.

Avslutningsvis kan man ge en samlad bedömning av *ISDA Documentation* som ett ovanligt omfattande standardavtal. Det verkar vara så att *ISDA*s ambition att utforma ett perfekt avtal som skall lösa samtliga frågor mellan parterna, även de tvistiga frågorna, och utesluta domstolarnas roll verkar vara något orealistisk. Ett sådant avtal kan kanske fungera mellan avtalsparter som agerar ovanligt rationellt, men det är svårt att förvänta sig ett sådant agerande av alla avtalsparter.

8. KREDITDERIVAT OCH FINANSIELLA INSTITUTIONERS OMSORGSPLIKT

8.1 Inledning

I detta kapitel analyseras ett begrepp som förekommer i samband med avtal om finansiella derivat och kallas för finansiella institutioners omsorgsplikt vid avtalsingåendet. Omsorgsplikten är egentligen en ny aspekt av ett känt avtalsrättsligt problem där avtalsparter inte är likställda vid avtalsingåendet. Den nya aspekten avser en eventuell skyldighet för den överlägsna parten som ingår ett finansiellt avtal att agera på ett visst sätt vid avtalsingåendet. Denna eventuella skyldighet har aktualiserats 1995 i samband med ett engelskt rättsfall¹ som behandlat finansiella institutioners överlägsna ställning vid ingående i vissa transaktioner med andra aktörer på den finansiella marknaden. Domstolens motivering i detta rättsfall, som blev känt som *Dharmala - fallet*, gav anledning till införandet av s.k. *non-reliance representations* i *ISDA Master Agreement* från 2002.

8.2 Problemställning

Det har redan förklarats i denna avhandling att vissa finansiella institutioner, huvudsakligen de stora globala bankerna, nuförtiden har mycket utvecklade och sofistikerade metoder för riskbedömning och för bedömning av framtida ekonomiska utvecklingar. Dessa bedömningar görs med avancerade dataprogram, en avancerad bearbetning av statistiska uppgifter och antaganden om prisutvecklingar, valutakurser, ränte- och indexutvecklingar. Dessa program utvecklas av ekonomer, kvantmatematiker och dataexperter som förser sina arbetsgivare med information om framtida utvecklingar som de flesta andra aktörer inte har. Vissa amerikanska banker har anställt kvantmatematiker från den amerikanska rymdforskningsmyndigheten NASA för att utveckla sådana sofistikerade program och det är klart att det inte finns många andra aktörer på marknaden som har samma avancerade metoder till sitt förfogande. Frågan är då om sådana sofistikerade aktörer har några skyldigheter i förhållande till sina mindre sofistikerade motparter när de ingår finansiella avtal. Med ”mindre sofistikerade motparter” menas i detta avsnitt också banker och andra aktörer på den finansiella marknaden, alltså inte konsumenter. Är de sofistikerade parterna skyldiga att ge några råd till motparterna? Finns det något annat som de sofistikerade parterna är skyldiga att göra? Kan dessa sofistikerade parter utesluta sitt ansvar eller en eventuell skyldighet att göra något för motparten genom vissa avtalsklausuler? Är sådana avtalsklausuler oskäligen?

Dessa frågor analyseras i följande avdelningar men denna analys begränsas till finansiella avtal. Anledningen till en sådan begränsning är att finansiella avtal utvecklats på den internationella finansmarknaden under specifika förhållanden. De rättsprinciper som fastställts i rättspraxis i samband med finansiella avtal är kanske inte tillämpliga på ett bredare plan i form av allmänna avtalsrättsliga principer. De slutsatser som presenteras nedan begränsas alltså till finansiella avtal.

¹ *Bankers Trust International plc. v. PT Dharmala Sakti Sejahtera* [1995] 4 Bank. L.R. 382 QBD (Comm Ct).

8.3 Allmänt om finansiella institutioners förpliktelser vid avtalsingåendet

Avtal om finansiella derivat är relativt nya i finansvärlden och deras kraftiga utveckling under de senaste 20-30 åren har påverkat tolkningen av finansiella avtal och parternas rättigheter och skyldigheter enligt sådana avtal. Frågan om en finansiell institution har några skyldigheter i förhållande till motparten vid avtalsingåendet har redan behandlats i rättspraxis i samband med låneavtal. Låneavtal var under en lång period en dominerade avtalstyp som tillämpades mest av finansiella institutioner, vilka för det mesta är banker. Bankernas eventuella rådgivningsplikt vid avtalsingåendet av låneavtal behandlades i engelsk rättspraxis¹ för hundrafemtio år sedan och domstolen fastställde att bankerna inte varit skyldiga att ge några råd till låntagaren avseende syften för vilka lånet beviljats. Bankens roll som långivare och låntagarens roll ansågs vara motsatta och parterna i ett sådant förhållande hade olika intressen. Principen bekräftades i engelsk rättspraxis i ett fall från 1987.² Utvecklingen av bankverksamhet, som varit särskilt snabb i Storbritannien, har däremot resulterat i uppfattningen att principen inte är tillämplig i förhållande till bankernas nya roll och deras nya tjänster och produkter.³ I svensk doktrin hittar man uppfattningen att ett allmänt rådgivningsansvar för banker inte finns i form av ett generellt ansvar utan att man måste analysera varje transaktionstyp för sig för att fastställa om ett sådant ansvar existerar. Bankernas roll och agerande i de nya transaktionstyperna kan variera vilket gör att ett konkret rådgivningsansvar kan förekomma eller utebli i enstaka transaktionstyper.⁴

Principen att banker inte har någon rådgivningsplikt i förhållande till motparter vid ingående av låneavtal verkar vara logisk. Det finns så många olika låntagare som använder lånade belopp med så många olika syften i sina olika ekonomiska verksamheter att det skulle vara orealistiskt att förvänta sig att banker har sådana kunskaper att de kan ge kvalificerade råd till alla sina långivare. Detta gäller särskilt i situationer där bankerna inte är tillfrågade av sina motparter om något råd vid avtalsingåenden. Något allmänt rådgivningsansvar för finansiella institutioner är alltså svårt att konstruera för samtliga finansiella avtal. Ett sådant ansvar, vilket kan variera mellan rådgivningsansvar och omsorgsplikt, kan aktualiseras i samband med vissa typer av finansiella avtal men inte alla.

Svårigheter kan uppstå vid bedömningen av om den finansiella institutionen har lämnat eller inte lämnat någon information till motparten och bedömningen av rättsföljderna av ett sådant agerande. Detta beror på olika kontakter som avtalsparter eventuell haft före avtalsingåenden. I vissa situationer kan det vara svårt att fastställa vilken betydelse bankens uttalanden haft i kontakterna med motparten och i vilket sammanhang. Finansiella institutioner brukar marknadsföra sina tjänster på ett vanligt sätt men de brukar också göra presentationer för potentiella motparter. Ibland, vid sådana presentationer, ger finansiella institutioner även finansiella råd och yttrar sig fritt om vissa finansiella omständigheter eftersom detta ändå är marknadsföring. Banker kan ibland agera även så att de erbjuder sina tjänster och ingående av finansiella avtal till personer som endast söker rådgivning. Det kan handla om försäljning av fonddelar och liknande.⁵ Dessa råd kan vara alltför optimistiska eller ofullständiga avseende risker för förlust som transaktioner som erbjuds eventuellt innehåller. Av den anledningen är det svårt att urskilja bankens rådgivning från dess försäljning.

¹ *Foley v. Hill* (1848) 2 HL Cas 28, 9 ER 28

² *Goldsworthy v Brickell* [1987] Ch 378

³ G. McMeel, J. Virgo, *Financial Advice and Financial Products, Law and Liability*, Oxford 2001, s. 274.

⁴ L. Gorton, *Finansiella institutioners rådgivningsansvar kommentarer i anslutning till nyare litteratur*, s. 312.

⁵ J. Kleinman, *Lender Liability – ett skadeståndsrättsligt perspektiv på 1990-talets finansiella kris*, s. 290.

Om en motpart till vilken sådan finansiell marknadsföring riktat sig bestämmer sig för att ingå en finansiell transaktion med t.ex. en bank kan detta leda till olika situationer. Det är möjligt att denna motpart förlitat sig på ett råd som den fått från banken vid en presentation eller ett liknande tillfälle. I så fall måste banken i fråga först bilda sig en uppfattning om denna motpart är erfaren och lika sofistikerad i sådana transaktioner som banken själv. Om det visar sig att denna motpart inte är erfaren och sofistikerad aktualiseras bankens plikt att se till att motparten får den nödvändiga informationen avseende risker som den föreslagna transaktionen medför. Som sagt är det inte säkert att finansiella institutioner alltid gör så och det är inte alltid klart i vilken egenskap en finansiell institution tar och utvecklar kontakter med sina potentiella motparter. Ett sådant agerande av finansiella institutioner kan även skapa förvirring kring frågan vilken plikt finansiella institutioner har vid avtalsingående och vad som är en finansiell rådgivning. Detta problem har alltså redan uppmärksammats i den svenska litteraturen.¹

I den engelska litteraturen försökte man definiera en metod för bedömning av finansiella institutioners roll vid ingående av finansiella transaktioner med olika motparter.² Denna metod är intressant eftersom utgångspunkten för bedömningen är fastställandet av omfattningen av den service som en finansiell institution lämnar till motparten. Med detta menar man bedömningen om denna service endast är i form av finansiell rådgivning och inget annat eller inkluderar försäljning av en annan produkt som t.ex. avtal om finansiella derivat. Därefter skall man bedöma relationen mellan parterna där det är särskilt viktigt att fastställa om motparten förlitat sig på den finansiella institutionens expertis och erfarenhet. Nästa element för bedömningen är motpartens status och kapacitet, särskilt bedömningen om denna motpart är sofistikerad i finansiella transaktioner eller inte. Ett annat viktigt element för bedömningen är karaktären av den risk som motparten tar på sig genom transaktionen i fråga. Storleken av denna risk är också viktig för bedömningen. Som det sista elementet i denna metod anger man graden av komplexitet i transaktionen i fråga. När det gäller komplexitet av olika derivattransaktioner kan man säga att det finns mindre komplicerade avtal om derivat som är lättare att förstå och väldigt avancerade strukturer som kräver stor erfarenhet och kunskap av motparten.

Man kan summera problemen som beskrivits ovan så att finansiella institutioner har två typer av ansvar vid avtalsingående med sina mindre sofistikerade motparter. Den första typen av ansvar avser finansiella institutioners uttalanden till motparten vid avtalsingåenden. Dessa uttalanden kan kallas för rådgivning men denna beteckning är inte helt korrekt eftersom sådana uttalanden kan förekomma i olika sammanhang.

Den andra typen av ansvar avser det som en finansiell institution inte uttalar sig om eller inte gör vid avtalsingåenden med sina mindre sofistikerade motparter. Det är nämligen så att en sofistikerad finansiell institution eventuellt kan bli skyldig att lämna information eller att göra något annat vid avtalsingåendet med sin mindre sofistikerade motpart. Denna skyldighet, att lämna information till motparten eller att se till att motparten förvissar sig om risker som en transaktion med den sofistikerade parten innebär, kallas för omsorgsplikt. Omsorgsplikten skiljer sig alltså väsentligt från finansiella institutioners rådgivning eftersom den inte baseras på ett uttalande till motparten vid avtalsingåendet. Omsorgsplikten baseras på en situation där en part är överlägsen och motparten är underlägsen vid avtalsingåendet. Denna situation regleras i svensk rätt i 36 § avtalslagen på så sätt att de avtalsvillkor som blivit resultatet kan

¹ J. Kleinman, Lender Liability, s. 290.

² W. Blair, Liability Risks in Derivatives Sales, Journal of International Banking Law, 1996, 11(1), s. 21.

jämkas eller lämnas utan avseende. Innebörden av begreppen överlägsenhet och underlägsenhet är däremot väldigt svår att fastställa och den kan variera vid olika avtalstyper. Innebörden av dessa begrepp kopplas i internationella finansiella avtal till parternas förmåga att förutse framtiden och bedöma risker med hjälp av de sofistikerade metoder som nämnts ovan. En konsekvens av en sådan förmåga, alltså överlägsenhet, har formulerats i begreppet finansiella institutioners omsorgsplikt vid avtalsingående. Vad denna omsorgsplikt innebär i praktiken kan man lättare förstå med hjälp av de rättsfall som analyseras nedan.

8.4 Finansiella institutioners omsorgsplikt i rättspraxis

Det viktigaste rättsfallet som avser finansiella derivat och finansiella institutioners omsorgsplikt är det redan nämnda Dharmala – fallet¹ men frågan har behandlats även i svensk rättspraxis där HD har kommit till liknande slutsatser som den engelska domstolen. I detta sammanhang kan man nämna även ett amerikanskt rättsfall som avslutats genom förlikning även om denna avhandling inte analyserar amerikansk rätt. Detta rättsfall nämns därför att även den amerikanska domstolen kommit till liknande slutsatser som HD och den engelska domstolen.

Det engelska Dharmala - fallet handlade om två sofistikerade ränteswapptransaktioner mellan den amerikanska banken *Bankers Trust International* (BTI) och det indonesiska bolaget *PT Dharmala Sakti Sejahtera*. Parterna hade haft inbördes derivattransaktioner under fyra år innan de ingick dessa två ränteswappar i början av 1994. Transaktionerna dokumenterades med motsvarande *ISDA Documentation* där parterna avtalat bl.a. om tillämpning av engelsk rätt och jurisdiktion för engelsk domstol. Dharmala, som också var en finansiell institution, hade förutom de två nämnda transaktionerna ytterligare *swap* derivattransaktioner med en annan stor amerikansk bank. Även dessa transaktioner var sofistikerade *swaps* avseende valutakurser och räntesatser.

Kortfattat kan man beskriva de två transaktionerna mellan Dharmala och BTI som utbyte av olika räntesatser mellan två avtalsparter. Endast en räntesats brukar vara fast i sådana transaktioner medan den andra räknas ut genom multiplicering av den andra räntesatsen med vissa index på ett komplicerat sätt. Båda transaktionerna var kopplade till utvecklingen av räntesatser på USD under en bestämd tidsperiod. Under perioden februari – maj 1994 utvecklade sig räntesatser på USD mot Dharmalas prognoser. Detta resulterade i att Dharmala blev skyldig att betala ca 45 miljoner USD till BTI med tillämpning av de kalkylmetoder som avtalats mellan parterna. Ett så stort belopp var en chockerande förlust för Dharmala med hänsyn till att den uppkommit under en kort tid. Dharmala vägrade betalning till BTI med motiveringen att BTI försett Dharmala med felaktiga analyser och information avseende ändringar av räntesatser på USD vid avtalsingående. BTI stämde då Dharmala i England och yrkade betalning av den förfallna skulden.

Dharmala argumenterade att BTI presenterat de två swapptransaktionerna vid avtalsingåendet som ”safe” och att BTI sagt att de två transaktionerna ”could always be replaced at no cost”.² Dessutom påstod Dharmala att ekonomiska analyser och prognoser avseende räntesatser på USD gjorda av BTI:s experter, som överlämnats till Dharmala vid avtalsingåendet, varit delvis felaktiga. Dessa prognoser var lägre än de prognoser som gjorts av andra marknadsanalytiker och de prognoser som andra BTI:s experter samtidigt gjort för andra syften. BTI:s förklaring om att dessa två transaktioner varit säkra och ersättningsbara utan

¹ Bankers Trust International plc. v. PT Dharmala Sakti Sejahtera [1995] 4 Bank. L.R. 382 QBD (Comm Ct).

² D. Petkovic, Derivatives and the Banker’s Duties of Care, s. 94.

kostnad och BTI:s ekonomiska prognoser var enligt Dharmala *misrepresentations* som förmått Dharmala att ingå dessa två transaktioner. Enligt engelsk rätt har en avtalspart som förmåtts att ingå ett avtal på grund av *misrepresentations* rätt att vägra fullgöra sina förpliktelser enligt avtalet, rätt till skadestånd och rätt att häva avtalet.

Förutom *misrepresentations* åberopade Dharmala flera andra rättsgrunder för sitt bestridande av BTI:s yrkande. Den mest intressanta av Dharmalas rättsgrunder var att BTI varit skyldig att tydligt och fullständigt förklara för Dharmala samtliga avtalsvillkor och risker som de två transaktionerna inneburit för Dharmala. Denna skyldighet hade BTI, enligt Dharmalas uppfattning, eftersom BTI marknadsfört dessa två transaktioner till Dharmala i egenskap av en av de ledande bankerna inom derivattransaktioner. En sådan aktör borde förvissa sig om att dennes motpart förstod samtliga avtalsvillkor och ekonomiska konsekvenser av sådana komplicerade transaktioner. Denna omsorgsplikt kallas för ”*duty of care*” och enligt Dharmala har BTI brustit i denna plikt vid avtalsingåendet.¹

Den engelska domstolen analyserade först parternas förhållanden och fastställde vissa avgörande omständigheter. Enligt domstolen var Dharmala också en finansiell institution som i denna egenskap varit skyldig att analysera ekonomiska effekter av en transaktion innan den ingick transaktionen.² Dharmala var också skyldig att i samma egenskap analysera fakta som BTI presenterat vid avtalsingåendet. Av denna anledning kunde inte den engelska domstolen acceptera Dharmalas argument att BTI:s marknadsföring och prognoser haft karaktär av *representation* som avtalsparter lämnar vid avtalsingående enligt engelsk rätt. De fakta som BTI presenterat skulle kunna betraktas som *representation* endast i förhållande till en oerfaren motpart vilket Dharmala inte varit enligt domstolens uppfattning. Av den anledningen fann domstolen att Dharmala inte förmåtts att ingå dessa transaktioner på grund av BTI:s *misrepresentation*.³

När det gäller den andra rättsgrunden och bankens påstådda omsorgsplikt att informera motparten om samtliga avtalsvillkor och risker för förlust tog den engelska domstolen en någorlunda restriktiv ställning. Domstolen ansåg att en bank som förhandlar en affär med en motpart inte är skyldig att förklara för motparten naturen hos och effekterna av den föreslagna transaktionen. Detta har domstolen uttryckt på så sätt att bankens rådgivningsplikt inte föreligger i sådana situationer om inte banken åtagit sig en sådan rådgivningsförpliktelse i förhållande till motparten. Om banken inte gjort detta blir den inte skyldig att förklara naturen hos eller effekterna av en finansiell transaktion till sin motpart.⁴ Domstolen fastställde också att banken varit skyldig att presentera avtalsvillkoren för Dharmala på ett riktigt sätt men att banken inte varit skyldig att göra mer än det, nämligen att ge råd till Dharmala. Enligt domstolens bedömning var Dharmala skyldig att analysera transaktioner och risker för förlust som de inneburit.⁵ Domstolen ansåg att Dharmala varit tillräckligt kvalificerad att göra sådana bedömningar med hänsyn till sin erfarenhet av finansiella transaktioner.⁶ Dessutom ansåg domstolen att de två swaptransaktionerna mellan Dharmala och BTI var av en spekulativ natur där möjligheten för en förlust är större än i övriga transaktioner.⁷

¹ D. Petkovic, *Derivatives and the Banker's Duties of Care*, s. 95.

² A. Hudson, *Law on Financial Derivatives*, para 7-09.

³ D. Petkovic, *Derivatives and the Banker's Duties of Care*, s. 96.

⁴ S. K. Henderson, *Henderson on Derivatives*, s. 481.

⁵ D. Petkovic, *Derivatives and the Banker's Duties of Care*, s. 97.

⁶ A. Hudson, *Derivatives: Internal Controls for End-Users and Sellers*, *Company Lawyer*, 1999, 20(2), s. 53.

⁷ A. Hudson, *Law on Financial Derivatives*, para 7-09.

Den engelska domen i Dharmala fallet fick viktiga konsekvenser inte endast i England utan även för ett stort antal aktörer på den internationella finansiella marknaden. När det gäller bankernas motparter uppfattades detta som en varning till dessa aktörer att engelska domstolar inte varit villiga att utvidga bankernas ansvar så att det inkluderar även en omsorgsplikt i form av en slags finansiell rådgivning i derivattransaktioner. Som en konsekvens fick bankernas motparter klart för sig att de måste analysera derivattransaktionerna själva för att förstå de ekonomiska effekter och risker som sådana transaktioner innebär. I situationer där en aktör som överväger ingående i en derivattransaktion inte har kunskaper för en kvalificerad bedömning av transaktionens effekter och risker bör man anlita kvalificerade konsulter för denna bedömning. En lämplig konsult för en sådan bedömning kan vara andra banker som tillämpar liknande sofistikerade derivattransaktioner och andra kvalificerade aktörer. När det gäller juridiska frågor är lämpliga konsulter advokatbyråer som specialiserat sig på sådana transaktioner.

För bankerna kom domen i Dharmala fallet som en lättnad avseende situationer när de ingår derivattransaktioner med motparter som inte är lika sofistikerade och kunniga som bankerna själva. Ändå har den engelska domstolen i sin motivering gjort vissa reservationer när det gäller bankernas *duty of care* eller omsorgsplikt. Den första reservationen gäller motparter som är mindre sofistikerade än Dharmala varit i detta fall. Enligt domen skulle domstolsbeslutet se annorlunda ut om banken hade ingått liknande transaktioner med en motpart som inte haft sådana kunskaper och sådan erfarenhet som Dharmala haft av derivattransaktioner. Den andra reservationen gäller bankernas marknadsföring och presentation av transaktioner som de föreslår för sina motparter. Dessa presentationer innehåller visserligen även vissa pessimistiska bedömningar men de fokuserar mycket mer på de optimistiska resultaten och framhäver den ljusa sidan av ett sådant förslag oproportionellt mer än den mörka sidan. Den tredje reservationen gäller bankens olika engagemang i de två transaktionerna med Dharmala. Enligt domstolen kunde BTI ha förutsett att Dharmala inte skulle satsa så mycket tid och resurser på en analys av den andra transaktionen jämfört med den bedömning som Dharmala gjort i förhållande till den första transaktionen. Anledningen till detta var att Dharmala förlitat sig för mycket på den existerande analysen som gjorts i samband med den första transaktionen.

Det anses att dessa begränsningar som den engelska domstolen fastställt i Dharmala fallet inte ger en tillräckligt säker grund för banker att agera helt fritt i liknande situationer. Det finns en uppfattning att motparter till banker återigen skulle kunna försöka undvika betalning av förluster, den här gången med en ny argumentation. Numera, efter Dharmala fallet, skulle motparter kunna argumentera att de varit mindre sofistikerade vid avtalsingåendet än en bank eller ett annat finansiellt institut som varit deras avtalspart. Det finns alltid en risk att domstolen accepterar en sådan argumentation i ett konkret fall.¹

Domstolens reservationer och bankernas osäkerhet avseende bedömning av deras motparter som mindre sofistikerade hade viktiga konsekvenser för utformningen av finansiella avtal genom införande av s.k. *non – reliance* klausuler. Dessa klausuler och deras rättseffekt analyseras senare i detta kapitel.

Det är värt att påminna att Dharmala fallet handlar om ränteswappar, alltså inte om kreditderivattransaktioner. Ändå har detta rättsfall en stor betydelse för samtliga typer av avtal om derivat,² alltså även för avtal om kreditderivat.

¹ S. K. Henderson, Henderson on Derivatives, s. 481.

² A. Hudson, Derivatives: Internal Controls for End-Users and Sellers, Company Lawyer, 1999, 20(2), s. 52.

Även om amerikansk rätt inte analyseras i denna avhandling kan man i detta sammanhang nämna ett amerikanskt rättsfall som också behandlade frågan om omsorgsplikt och väckte stor uppmärksamhet.¹ I detta rättsfall, som avslutades genom förlikning, hade samma bank som i det engelska rättsfallet (Bankers Trust Corporation - BTC) ingått två ränteswappar med tillverkningsföretaget Procter & Gamble Company (PG). Utvecklingen av räntesatser resulterade i att banken krävde PG på 200 miljoner USD. PG bestred kravet och lämnade stämningsansökan mot banken. PG argumenterade bl.a. att BTC varit en sofistikerad part i detta avtalsförhållande som undvikit att avslöja grunderna för sina prognoser om utveckling av räntesatser vid avtalsingående. Dessa antaganden och kalkyler har, enligt PG: s påstående, baserats på *"an undisclosed, proprietary, complex, multivariable lock-in pricing model"*.² Innehav av en sådan sofistikerad metod var enligt PG anledningen till att BTC var en överlägsen part i denna transaktion. Parterna ingick en förlikning enligt vilken PG skulle betala 35 miljoner USD och överlåta en fordran på 14 miljoner USD till banken. Resten av bankens krav, ca 150 miljoner USD, accepterade banken som sin förlust. Det var alltså en dålig förlikning för banken.

Den amerikanska domstolen fattade ett summariskt beslut i detta ärende avseende de viktigaste rättsfrågorna före datum för förlikning. Eftersom denna rättsprocess väckte stor uppmärksamhet blev denna summariska dom offentliggjort och publicerad senare. Domstolen tillämpade New Yorks lagstiftning och motiverade att denna lagstiftning föreskriver en generell plikt för avtalsparter att agera lojalt vid avtalsingåenden. Dessutom motiverade domstolen att rättspraxis i delstaten New York för en sofistikerad avtalspart reglerar *"...an implied contractual duty to disclose in business negotiations, where one party has superior knowledge of certain information, the information is not readily available to the other party and the first party knows the second party is acting on the basis of mistaken knowledge."*³

Det finns en uppfattning att just domstolens argumentering i det summariska beslutet avseende bankens skyldigheter varit anledning att BTC accepterat en dålig förlikning.

Finansiella institutioners omsorgsplikt i förhållande till underlägsna motparter vid ingående av finansiella avtal är inte obekant i svensk rätt. Med detta menas avtal som ingås mellan näringsidkare alltså inte avtal som faller inom konsumenträtten eftersom denna avhandling inte behandlar konsumenträttsliga frågor. Men frågan om omsorgsplikt har inte fått så stor uppmärksamhet som en liknande rättsfråga, nämligen finansiella institutioners rådgivningsansvar som behandlats i svensk rätt i en mycket större omfattning. Ändå kan man konstatera att frågan om finansiella institutioners omsorgsplikt i förhållande till underlägsna motparter vid ingående av finansiella avtal, i den bemärkelse som den fått i engelsk och amerikansk rätt, faktiskt har behandlats i ett svenskt rättsfall. Detta rättsfall⁴ avser agerandet av ett värdepappersinstitut i förhållande till en näringsidkare i en liknande situation. Rättsfallet handlar alltså inte om derivatavtal men HD: s resonemang i detta rättsfall är värdefullt och aktuellt även för en analys av finansiella institutioners omsorgsplikt i derivat och kreditderivattransaktioner. En kort beskrivning och analys av det nämnda rättsfallet följer nedan.

¹ Procter & Gamble Co v. Bankers Trust 925 F Supp 1270 (SD Ohio 1996).

² S. K. Henderson, Henderson on Derivatives, s. 474.

³ S. K. Henderson, Henderson on Derivatives, s. 478.

⁴ NJA 1995 s. 693

En näringsidkare hade anlitat Alfred Berg Fondkommission (AB) att ingå transaktioner med indexoptioner dels för sitt bolag, dels för egen räkning. Avtalet mellan näringsidkaren och AB ingicks efter att AB erbjudit näringsidkaren sådana optionsaffärer. Avtalsparterna gjorde först en "provrunda" som resulterade i en vinst för näringsidkaren. Därefter ingick parterna nya transaktioner som resulterade i förlust både för bolaget och för näringsidkaren personligen. Förlusten för bolaget var omkring två miljoner kronor och för näringsidkaren personligen var förlusten 1,5 miljoner kronor. Näringsidkaren stämde då AB och yrkade skadestånd. Som grund för sin talan åberopade näringsidkaren att AB brustit i aktsamhet genom att inte följa dåvarande Bankinspektionens allmänna råd. Dessutom ansåg näringsidkaren att AB inte informerat honom om de särskilda riskerna med handel med indexoptioner. AB bestred käromålen och argumenterade att näringsidkaren haft erfarenhet av handel med aktier och att AB:s anställda berättat för näringsidkaren om de risker som sådana transaktioner innebär.

HD tog ställning till att näringsidkaren inte haft tillräcklig kunskap om handeln med indexoptioner när avtalsparterna ingick den första affären som resulterat i vinst för näringsidkaren och bolaget. HD ansåg att AB inte visat att näringsidkaren skaffat sig information som varit nödvändig för ingående i sådana transaktioner. Men, när det gällde den andra affären som resulterat i förlust och som omfattats av näringsidkarens talan, ansåg HD att näringsidkaren haft nödvändig information om riskerna med sådana transaktioner. Denna uppfattning har HD grundat på det faktum att näringsidkaren redan gjort affärer med aktier vilka innebar god kännedom om den finansiella markanden och att han gjort "provrundan" med indexoptioner. Dessutom blev han informerad av AB om utvecklingen med indexoptioner genom AB:s avräkningsnotor. På grund av dessa omständigheter fann HD att AB hade fog för uppfattningen att näringsidkaren var tillräckligt informerad och medveten om de särskilda riskerna med handel med indexoptioner.

Bedömning som HD gjort i detta rättsfall påminner mycket om de bedömningar som den engelska domstolen gjort i *Dharmala* fallet och som den amerikanska domstolen gjort i *Procter & Gamble Co v. Bankers Trust*. HD:s bedömning i det svenska rättsfallet är en slags helhetsbedömning¹ vid fastställandet av om ett finansiellt institut brustit i sin omsorgsplikt i förhållande till sin motpart. Vid en sådan helhetsbedömning måste flera faktorer analyseras. Den första faktorn är kapacitet och egenskaper hos den motpart som ingår ett avtal med en finansiell institution. I det svenska rättsfallet var motparten en näringsidkare liksom i de engelska och amerikanska fallen. Den andra faktorn vid en sådan helhetsbedömning är erfarenhet och kunskap som en näringsidkare har om risker för förlust som vissa transaktioner på den finansiella marknaden innebär. Detta är alltid en individuell bedömning där domstolen brukar ta hänsyn till transaktioner som en sådan part gjort innan den ingick den konkreta transaktionen som blivit anledning till tvist. Den tredje faktorn vid en helhetsbedömning är den uppfattning som den finansiella institutionen haft om motpartens erfarenhet och kunskap som varit nödvändiga för bedömning av en konkret transaktion. Bedömningen av den tredje faktorn inkluderar särskilt frågan om motparten fått en tillräcklig information om riskerna för förlust som en konkret transaktion innebär.

En slutsats som man kan dra från HD:s motivering och helhetsbedömning i detta rättsfall är att finansiella institutioner verkligen har en slags omsorgsplikt. Denna omsorgsplikt innebär att de finansiella institutionerna måste se till att deras underlägsna motparter blir tillräckligt informerade och medvetna om de särskilda riskerna i samband med ingående i vissa finansiella transaktioner. HD:s motivering i det svenska rättsfallet stämmer helt med

¹ J. Lycke, E. M. Runesson, M. Swahn, *Ansvar vid finansiell rådgivning*, Stockholm, 2003, s. 35.

domstolarnas motiveringar i det engelska och det amerikanska rättsfallet. Det är intressant att notera att det svenska rättsfallet kom år 1995 alltså samma år som det engelska och det amerikanska rättsfallet.

8.5 Innebörden av finansiella institutioners omsorgsplikt

Det framgår från de rättsfall som analyserats ovan att den viktigaste anledningen att skydda en motpart till en sofistikerad finansiell institution i finansiella transaktioner är risken för stora förluster som den mindre sofistikerade motparten inte kan bedöma vid avtalsingåendet. En annan anledning kan också vara en väldigt komplicerad avtalsstruktur och avtalsbestämmelser som i fall av kreditderivat. Om en mindre kunnig avtalspart inte förstår kreditderivatets samtliga effekter kan detta även leda till förluster eller resultera i att en skyddsköpare inte får det kreditriskskydd som han tänkt sig vid avtalsingåendet.

Medvetenheten om de stora riskerna kopplade till finansiella derivat, var anledningen till att det i början av 1990-talet etablerades en uppfattning innebärande att ingående av vissa typer av derivatavtal borde regleras på det sättet att aktörer som inte uppfyller vissa ”*financial tests*” skulle förbjudas att agera på den finansiella marknaden.¹ Med detta menade man två möjliga typer av förbud. Den första typen avsåg förbud för de aktörer som haft en underlägsen ställning i förhållande till sofistikerade aktörer med stora kunskaper och erfarenhet av *swap* derivattransaktioner. Den andra typen av förbud avsåg de sofistikerade aktörerna som inte skapat sådana förutsättningar och rutiner vid avtalsingående som skulle säkra att deras underlägsna motparter får tillräcklig information och förståelse för risker för stora förluster som sådana derivattransaktioner innebär. Dessa förslag var egentligen en varning eftersom de ovan nämnda stora rättsprocesserna avseende förluster inom *Interest Rate and Currency Swaps* transaktioner började just under 1994² och fortsatte under några år i mitten av 1990 – talet.³

Uttrycket ”sådana förutsättningar och rutiner vid avtalsingående som skulle säkra att deras underlägsna motparter får tillräcklig information och förståelse för risker för stora förluster som sådana derivattransaktioner innebär” som använts ovan illustrerar det delvis oklara begreppet ”finansiella institutioners omsorgsplikt”. Vad menas egentligen med denna omsorgsplikt och vilka åtgärder måste finansiella institutioner vidta vid avtalsingåenden med sina mindre sofistikerade motparter? Är det någon slags rådgivningsplikt?

Det första svar som man kan ge på frågorna som ställts ovan är att omsorgsplikten inte är att likställa med rådgivningsplikten. Omsorgsplikten innebär att den sofistikerade finansiella institutionen i första hand är skyldig att göra en helhetsbedömning.⁴ En sådan helhetsbedömning inkluderar analys av flera faktorer. Den första faktorn är kapacitet och egenskaper hos den motpart som ingår ett avtal med en finansiell institution. Den andra faktorn är vilken erfarenhet och kunskap som motparten har om risker för förlust som vissa transaktioner på den finansiella marknaden innebär. Detta är alltid en individuell bedömning där en finansiell institution måste ta hänsyn till transaktioner som en motpart gjort innan den ingår den konkreta transaktionen som förhandlas mellan parterna. Den tredje faktorn vid en

¹ S. K. Henderson, Regulation of swaps and derivatives: How and Why, *Journal of International Banking Law*, 1993, 8(9), s. 353.

² *Gibson Greetings v. Bankers Trust Co* (CV No C-1-94-620, SD Ohio)

³ *Bankers Trust International plc. v. PT Dharmala Sakti Sejahtera* [1995] 4 Bank. L.R. 382 (QBD (Comm Ct)); *Procter & Gamble Co v. Bankers Trust* 925 F Supp 1270 (SD Ohio 1996).

⁴ NJA 1995 s.693

helhetsbedömning är den uppfattning som den finansiella institutionen haft om motpartens erfarenhet och kunskap. Bedömningen av den tredje faktorn inkluderar särskilt frågan om motparten fått tillräcklig information om riskerna för förlust som en konkret transaktion innebär. Helhetsbedömningen inkluderar alltså flera faktorer som motsvarar de moment som den engelska domstolen tagit hänsyn till i Dharmala – fallet och som HD inkluderat i sin bedömning av den finansiella institutionens agerande.¹ En metod för helhetsbedömning hittar man även i engelsk juridisk doktrin² och även denna metod inkluderar samtliga moment som nämnts ovan.

Helhetsbedömningen är alltså den första fasen i finansiella institutioners omsorgsplikt vid ingående av finansiella avtal. Vad blir den nästa fasen? Om den finansiella institutionen kommer till slutsatsen att motparten inte har tillräckliga kunskaper för att bedöma riskerna kopplade till en transaktion eller inte förstår de komplicerade avtalsvillkoren måste den finansiella institutionen överväga sitt fortsatta agerande. På vilket sätt den finansiella institutionen skall agera mot en mindre sofistikerad motpart är en konkret fråga. Man kan tänka sig att den finansiella institutionen ger information och råd till motparten om riskerna för förlust och annat som behövs för att få en förståelse om en konkret transaktion. Detta kan kallas för rådgivning men om man vill precisera det närmare så är det snarare upplysning som en finansiell institution gör i förhållande till en mindre sofistikerad motpart för att fullgöra sin omsorgsplikt. En finansiell institution kan t.ex. rekommendera sin motpart att anlita en oberoende expert som skall ge motparten den nödvändiga informationen och göra en bedömning om denna transaktion är lämplig för motparten. Om motparten gör så kan den finansiella institutionen förmodligen anse att den fullgjort sin omsorgsplikt utan någon som helst rådgivning eller upplysning om den konkreta transaktionen. Omsorgsplikten behöver alltså inte fullgöras i form av rådgivning utan finansiella institutioner får fullgöra den på något annat lämpligt sätt. Ett expertutlåtande av en tredje oberoende part låter mer trovärdigt i fall av en tvist mellan den finansiella institutionen och dennes motpart än den finansiella institutionens rådgivning. Motparten kan alltid argumentera att denne missuppfattat ett sådant råd, att det inte varit tillräckligt för en bedömning och liknande.

Är en finansiell institution skyldig att avstå från ett finansiellt avtal om den bedömer att motparten inte förstått riskerna med detta avtal trots att motparten fått information från den finansiella institutionen och skaffat sig ett oberoende expertutlåtande? Sträcker sig omsorgsplikten så långt att även en sådan regel bör gälla? HD:s bedömning³ av omständigheterna vid sådana avtalsingåenden fokuseras på motpartens kunskap om transaktionstypen i fråga, inte på de konkreta riskerna i just den konkreta transaktionen mellan parterna. Även den engelska domstolen i Dharmala – fallet fokuserar på motpartens kunskap om transaktionstypen, alltså inte på den konkreta riskbedömningen i enstaka avtal. Motpartens kunskap om visa transaktionstyper verkar vara avgörande för bedömningen av finansiella institutioners omsorgsplikt. En individuell riskbedömning av det konkreta avtalet har alltså en mindre betydelse än kunskapen om avtalstypen i fråga. Utifrån dessa principer som fastställts i det svenska och det engelska rättsfallet kan man försöka svara på frågan om den finansiella institutionen är skyldig att avstå från ett finansiellt avtal om den bedömer att motparten inte förstått riskerna med detta konkreta avtal. Svaret på denna fråga borde vara att den finansiella institutionen inte är skyldig att göra så om den förvärvat sig om att motparten har en tillräckligt bra kunskap om transaktionstypen i fråga. En finansiell institution behöver inte ta ansvar för att det konkreta avtalet alltid blir lönsamt för motparten och att det utesluter alla

¹ NJA 1995 s. 693

² W. Blair, Liability Risks in Derivatives Sales, Journal of International Banking Law, 1996, 11(1), s. 21.

³ NJA 1995 s. 693

risker för förlust. Enligt de rättsfall och övriga källor som behandlat omsorgsplikten, omfattar den inte en sådan skyldighet för finansiella institutioner. Dessutom kan finansiella institutioner inte alltid vara säkra på att just deras prognoser om framtida utvecklingar är de bästa. Det finns alltid risk för oförutsedda händelser av ovanlig karaktär som t.ex. naturkatastrofer eller liknande som inte kan förutses och inkluderas i de avancerade prognoserna. Därför skulle det vara orealistiskt att i en juridisk bedömning alltid utgå från antagandet att de prognoser och riskbedömningar som de sofistikerade institutionerna gjort är de enda rätta och att riskbedömningar av den mindre sofistikerade motparten är mindre bra.

8.6 Finansiella institutioners omsorgsplikt i kreditderivattransaktioner

När man analyserar kreditderivattransaktioner, aktörerna som ingår transaktionerna och *ISDA* som en branschorganisation, ser man de stora globala bankerna som huvudaktörer i denna verksamhet. Bankerna står i centrum av den internationella finansmarknaden och när man aktualiserar frågan om finansiella institutioners omsorgsplikt i samband med kreditderivat menar man huvudsakligen bankernas omsorgsplikt. Kreditderivatbranschen är speciell i den meningen att det finns en mindre grupp om kanske 30 - 50 aktörer som dominerar kreditderivatmarknaden. Det är också intressant att just dessa aktörer ingår ett stort antal transaktioner sinsemellan och ungefär hälften av denna marknad är placerad i London med en något mindre marknadsdel placerad i New York. Den asiatiska marknaden är betydligt mindre men den ökar i en snabb takt.¹ Förutom de stora bankerna är marknadsaktörerna institutionella placerare, värdepappersbolag, försäkringsbolag och så kallade *hedge* fonder. Ett antal av aktörerna, för det mesta amerikanska banker, agerar på marknaden som mellanhand vilket innebär att de köper och säljer kreditrisker. Ibland ingår sådana mellanhandsaktörer kreditderivattransaktioner i egenskap av skyddssäljare och samtidigt ingår de transaktioner avseende samma risker i egenskap av skyddsköpare. Tack vare sin stora kapacitet kan aktörerna sälja kreditriskskydd utan att samtidigt överföra riskerna vidare till andra aktörer. En kombination av *credit default swaps* och *credit linked notes* förekommer ofta i transaktioner som ingås av *dealers*. Enligt statistik från början av år 2003 hade tre stora amerikanska banker hela elva procent av mellanhandsverksamheten på kreditderivatmarknaden i världen.² Uppgifterna och statistiken visar att antalet aktörer i branschen är begränsat och man kan anta att det flesta aktörerna har specialkunskaper om transaktionstypen.

Om de flesta aktörerna på kreditderivatmarknaden är stora och erfarna aktörer har man då verkligen anledning att aktualisera frågan om omsorgsplikten i dessa relationer? Blir dessa aktörer omsorgspliktiga i förhållande till sina motparter? Svaret på denna fråga beror på vem som är motpart i en transaktion. Om det handlar om en aktör med samma eller liknande kompetens kan man inte förvänta sig att aktörerna granskar varandras kompetens eller berättar för varandra vad en kreditderivattransaktion innebär. Omsorgsplikten är alltså inte aktuell i sådana situationer. Däremot, när det handlar om en ny och oerfaren aktör som ingår en transaktion med en erfaren och sofistikerad bank, kan man förvänta sig att den sofistikerade parten ger vissa förklaringar eller råd till sin motpart. Det kan hända att båda parterna i en sådan transaktion är finansiella institutioner men med olika kunskaper om transaktionen. Det som är avgörande för aktivering av omsorgsplikten är alltså erfarenhet och kunskap om typen av transaktion.

¹ S.K. Henderson, Henderson on Derivatives, s. 105.

² S.K. Henderson, Henderson on Derivatives, s. 106.

Om omsorgsplikten för en finansiell institution aktualiseras i en kreditderivattransaktion är frågan vad denna omsorgsplikt innebär. Man kan göra en jämförelse med finansiella institutioners omsorgsplikt som analyserats tidigare. I de två utländska fallen handlade det om risker för ekonomisk förlust i samband med ränteswappar alltså inte om kreditderivat. I rättsfallen var förlustriskerna obegränsade och om man jämför kreditderivattransaktioner med de två transaktionerna ser man en skillnad. Risken för förlust i kreditderivattransaktioner är alltid begränsad till ett bestämt belopp. En skyddssäljare kan aldrig bli skyldig att betala mer än det som han accepterat att betala enligt avtalet. Sådana förlustrisker, det vill säga transaktionernas ekonomiska aspekter, är inte avgörande för bedömningen av upplysningsplikten i kreditderivattransaktioner. Vilka är då de övriga omständigheterna i en kreditderivattransaktion som kan aktualisera ett eventuellt upplysningsansvar? Svaret på denna fråga ligger i de av parternas intressen som skiljer sig och som eventuellt kan komma i konflikt vid avtalsingående.

I en kreditderivattransaktion har en skyddssäljare ett intresse av att sälja kreditriskskydd för ett mindre antal *Credit Events* medan en skyddsköpare har intresse av att få samtliga *Credit Events* inkluderade i avtalet. Skyddsköparen har ett sådant intresse därför att definitionerna för *Credit Events* inte är tillräckligt testade i praktiken vilket gör att det är svårt att veta om man fått ett tillfredsställande kreditriskskydd om man utesluter vissa *Credit Events* från avtalet. Antalet *Credit Events* som inkluderas i ett konkret avtal är naturligtvis en prisfråga som också påverkas av marknadsförhållanden. Dessa omständigheter kan vara avgörande för erfarna och sofistikerade avtalsparter. De oerfarna parterna kan eventuellt förlita sig på kommentarer av en sofistikerad motpart. De kan också försöka få ett billigare pris utan att förstå de risker som är kopplade med detta billigare pris och mindre. Ett exempel kan vara förhållandet mellan den omdiskuterade *Restructuring* och *Obligation Acceleration*.¹ Definitionen av *Restructuring* inkluderar inte händelser som definierats av *Obligation Acceleration*, vilket framgår när man läser de två definitionerna. En accelerering av referensenhetens skuld leder förmodligen till en försämring av den finansiella situationen av referensenheten. En accelerering kan leda till andra accelereringar och det kan sluta i *Bankruptcy* eller *Restructuring*, men detta är inte säkert. Om en skyddssäljare lämnar information till en mindre erfaren skyddsköpare att *Obligation Acceleration* inte behövs som *Credit Event* och ett avtal ingås utan *Obligation Acceleration* kan detta resultera i en skada för skyddsköparen. Det kan hända att en eller flera fordringsägare till referensenheten från exemplet ovan accelererat sina fordringar och att referensenheten betalar fordringarna och klarar sig utan någon större kris. I så fall skulle accelerering inte resultera i konkurs eller företagsrekonstruktion. Ändå kan en sådan accelerering betydligt påverka värdet av andra av referensenhetens skulder på marknaden. Om skyddsköparen har sådana fordringar mot referensenheten kan han inte få ersättning från skyddssäljaren eftersom denna *Credit Event* inte varit inkluderad i avtalet. En skyddssäljare som agerat på detta sätt i förhållande till en mindre erfaren skyddsköpare borde vara ansvarig eftersom skyddsköparen förlitat sig på informationen. Inkluderandet av *Credit Events* i kreditderivattransaktioner är ett område där parternas intressen kan komma i konflikt och där omsorgsplikten kan aktualiseras.

Ett annat område där skyddssäljarens och skyddsköparens intressen kan komma i konflikt är fastställandet av *Obligation*, alltså de av referensenhetens skulder som *Credit Events* avser. Det är i skyddssäljarnas intresse att fastställa en fordran som kallas för *Reference Obligation*. Dessutom vill skyddssäljarna inte ha många *Deliverable Obligations* medan det ligger i skyddsköparnas intresse att inkludera flera *Deliverable Obligations* av referensenheten i

¹ S. Edwards, The Law of Credit Derivatives, Journal of Business Law 2004, November, s. 653.

avtalet. Om en skyddssäljare eller skyddsköpare som är mer sofistikerad i kreditderivattransaktioner lämnar information till en mindre erfaren motpart avseende dessa frågor kan även en sådan information aktualisera omsorgsplikten om det visar sig att den mindre erfarna motparten inte fått det kreditriskydd som han tänkt sig vid avtalsingåendet på grund av att den följt den sofistikerade motpartens råd.

Inkluderar omsorgsplikten i kreditderivatavtal ett aktivt agerande av den sofistikerade parten när den inser att motparten inte har tillräckliga kunskaper om kreditderivat? Man kan tänka sig att motparten väljer att utesluta vissa *Credit Events* från avtalet eftersom han inte har kunskap om samtliga kända effekter av de olika definitionerna av *Credit Events*. I en annan situation kan den sofistikerade parten inse att motparten inte har tillräcklig förståelse för vilka *Obligations* eller *Deliverable Obligations* som vanligtvis inkluderas i avtalen mellan de stora och sofistikerade aktörerna. Skall då den sofistikerade parten hålla sig passiv och låta den mindre kunniga parten ingå ett avtal som inte ger ett tillräckligt kreditriskydd? Det finns inget svar på frågorna, varken i rättspraxis eller i litteraturen. Ett möjligt svar skulle man kunna hitta i domstolarnas resonemang om finansiella institutioners omsorgsplikt i samband med vissa andra typer av derivattransaktioner som analyserats tidigare i avhandlingen. I resonemangen och även i resonemang om specialkunskap för finansiella institutioner¹ skulle man kunna hitta stöd för ett slags upplysningsplikt eller snarare en omsorgsplikt för de sofistikerade bankerna eller institutionerna. Deras sofistikerade kunskaper skulle i sådana fall inte bestå av avancerade ekonomiska analyser avseende möjliga ekonomiska förluster utan snarare av avancerade kunskaper om juridiska aspekter av *ISDA Documentation*.

I vissa fall kan en sofistikerad finansiell institution lätt göra bedömningen ifall den måste tillämpa en omsorgsplikt i förhållande till en motpart. Det finns motparter som kallas för *non-standard counterparties*² och som inte brukar agera på derivatmarknaden. Sådana parter kan t.ex. vara statliga eller administrativa enheter eller andra aktörer och i sådana fall måste finansiella institutioner agera försiktigt och förvissa sig om att parterna verkligen förstår de juridiska och ekonomiska konsekvenserna av kreditderivattransaktioner.

Eftersom kreditderivatmarkanden är specifik måste man även ta hänsyn till omständigheter som kanske inte har någon större betydelse i några andra transaktionstyper. Dessutom skall man inte ta för givet att de stora och kända aktörerna på kreditderivatmarknaden alltid är överlägsna och att de kan allt om kreditderivattransaktioner. Det förekommer i praktiken att handlare i banker eller andra finansiella institutioner i telefonsamtal uttrycker sig i termer som inte direkt passar i *ISDA Documentation*.³ De handlare som har kontinuerliga transaktioner med varandra har kanske inga svårigheter med en sådan kommunikation. Men det är också möjligt att användningen av opassande termer skapar problem när det gäller att bekräfta transaktioner i *Confirmations*. Man kan inte förvänta sig att erfarna aktörer förstår en sådan terminologi och det kan leda till missförstånd och tvister. Det finns ett intressant exempel som visar att de stora aktörerna också kan göra missbedömningar och att de borde ha kunnat kreditderivat bättre. En intressant variation av kreditderivattransaktioner har noterats i samband med rekonstruktionen av Enron Corporation. Enron var det sjunde största företaget i USA. Enrons delvis olagliga och kriminella verksamhet resulterade i en av de största skandalerna i finansvärlden någonsin och drabbade andra aktörer som ingick transaktioner med Enron och dess dotterbolag. Det intressanta med Enronskandalen är att Enron ingick kreditderivattransaktioner i egenskap av skyddsköpare mot sin egen konkurs. I dessa

¹ L. Gorton, Finansiella institutioners rådgivningsansvar kommentarer i anslutning till nyare litteratur, s. 310.

² S.K. Henderson, Henderson on Derivatives, s. 792

³ S.K. Henderson, s. 710

transaktioner var Enron alltså både skyddsköpare och referensenhet mot några stora globala aktörer på kreditderivatmarknaden som agerade skyddssäljare.¹ Det finns inga uppgifter om att motparterna bestridit transaktionerna på grund av Enrons eventuella bedrägliga agerande men exemplet visar att de stora globala motparterna inte varit särskilt duktiga på att bedöma risker kopplade till Enron som referensenhet och som motpart.

Det finns en allmän uppfattning att de aktörer som agerar som mellanhänder på kreditderivatmarknaden kan marknaden bättre än de som kallas för slutanvändare.² Det borde vara en normal situation på varje marknad att mellanhänderna till exempel kan sälja kreditriskskydd till ett något högre pris och sedan köpa samma kreditriskskydd hos andra aktörer till ett något lägre pris. Mellanskillnaden är deras vinst. Agerandet bör inte förväxlas med överlägsenhet hos dessa mellanhänder eller med deras eventuella omsorgsplikt i förhållande till deras motparter. En slutanvändare skulle kanske aldrig kunna åstadkomma så förmånliga villkor som han fått i transaktionen med en mellanhand om han agerat själv och sökt motparter på marknaden. Med slutanvändare förstås i detta sammanhang både skyddsköpare som eventuellt ingår *credit default swap* transaktioner med en mellanhand och också investerare som eventuellt övertar samma kreditrisk från en mellanhand genom *credit linked notes*.

De exempel som beskrivits ovan visar att det inte alltid är lätt att bedöma om en aktör som ingår en kreditderivattransaktion verkligen är överlägsen och sofistikerad i förhållande till sin motpart. En sådan utredning kräver en omfattande analys av samtliga omständigheter i ett konkret förhållande.

8.7 Kreditderivattransaktioner och non-reliance representations

Analysen som följer handlar om vissa förändringar som införts i 2002 *ISDA Master Agreement* i samband med överväganden om finansiella institutioners omsorgsplikt. Av den anledningen kan denna analys ses som en fortsättning av diskussionen om finansiella institutioners omsorgsplikt i kreditderivattransaktioner från det föregående avsnittet. Analysen belyser en annan juridisk aspekt av finansiella institutioners agerande i förhållande till mindre sofistikerade motparter vid avtalsingående och fokuseras huvudsakligen på de så kallade *non-reliance representations* vilkas tillämpning i derivatavtal och vissa andra finansiella avtal började efter 1995. Tillämpningen av *non-reliance representations* i derivatavtal var en reaktion på de två kända rättsfallen³ från England och USA som behandlat finansiella institutioners omsorgsplikt. Kortfattat innehåller *non-reliance representations* en försäkran mellan avtalsparterna att de inte förlitat sig på något råd från motparten i samband med avtalsingåendet; att kommunikationerna mellan parterna inte utgör råd, rekommendationer, garantier eller försäkran avseende investeringar; att varje part är kapabel att bedöma risker kopplade till transaktionen i fråga, antingen själv eller genom sina konsulter och att varje part fattat sitt eget och oberoende beslut om avtalsingåendet som baserats på partens egen bedömning eller en bedömning av partens konsulter.

Genom *non-reliance representations* försökte de stora aktörerna på derivatmarkanden skydda sig från framtida överraskande domstolsbeslut avseende finansiella institutioners omsorgsplikt i förhållande till sina mindre sofistikerade motparter. Inte enbart de globala aktörerna inom

¹ S. Edwards, The Law of Credit Derivatives, Journal of Business Law, 2004, November, s. 654

² S.K. Henderson, Henderson on Derivatives, s. 586.

³ Bankers Trust International plc. v. PT Dharmala Sakti Sejahtera [1995] 4 Bank. L.R. 382 (QBD(Comm Ct)); Procter & Gamble Co v. Bankers trust 925 F Supp 1270 (SD Ohio 1996);

ISDA engagerade sig i diskussionen utan det gjorde även andra branschorganisationer inom finansindustri och börser, särskilt i USA. Diskussionen visade att det funnits olika uppfattningar om hur de sofistikerade parterna skulle agera i förhållande till sina mindre sofistikerade avtalsparter vid ingående i derivattransaktioner. Några aktörer ansåg att derivatmarknaden är en marknad där även de mindre sofistikerade parterna utan svårighet kan skaffa sig information om priser och avtalsvillkor. På så sätt har de mindre sofistikerade parterna möjlighet att bilda sig en egen kvalificerad uppfattning om transaktionens villkor och risker innan de ingår transaktionen och därför borde inte en sofistikerad aktör ha någon omsorgsplikt alls vid ingåendet. En annan uppfattning bland de stora aktörerna var att de är skyldiga att analysera motpartens kapacitet och förmåga att göra kvalificerade bedömningar av derivattransaktioner före avtalsingåendet. Särskilt betonades komplexiteten av enstaka transaktioner som ett viktigt element i bedömningen. I situationer där en sådan bedömning leder till slutsatsen att den mindre sofistikerade parten inte förstår riskerna kopplade till en konkret transaktion skall den sofistikerade parten avstå från ingående av transaktionen.¹

Det fanns förväntningar att den nya lagstiftningen i Storbritannien som reglerar finansiella tjänster, *The Financial Services and Markets Act 2000*, skulle reglera en slags omsorgsplikt för de sofistikerade parterna avseende ingående av finansiella avtal men detta har inte hänt. *Financial Service Authority* i Storbritannien har utfärdat vissa principer enligt den nya lagstiftningen där det bland annat regleras att en avtalspart inte behöver bedöma motpartens kapacitet att ingå en transaktion under förutsättning att motparten är en aktör som agerar på den finansiella marknaden. Det enda som en part som ingår ett finansiellt avtal är skyldig att göra, enligt dessa principer, är att vid överlämnandet av informationen till sin motpart inte göra det på ett missvisande sätt.²

Avsikten med *non-reliance representations* som inkluderats i *Schedule* av 2002 *ISDA Master Agreement* är att den sofistikerade parten förhindrar att uttalanden uppfattas av motparten som råd, rekommendationer eller liknande. I fall av tvist om motpartens förståelse av en derivat- eller kreditderivattransaktion och riskerna kopplade till denna transaktion kan den sofistikerade parten argumentera att den accepterat motpartens försäkran i en *non-reliance representation* och att den inte varit skyldig att utöva någon omsorgsplikt vid avtalsingåendet. *Additional Representation* i *Part 4(m)(i)* i *Schedule* till 2002 *ISDA Master Agreement* är formulerat på ett sätt som ger en sofistikerad part anledning att tro att en motpart verkligen förstått transaktionen och riskerna kopplade därtill innan transaktionen ingås. Det kan hända att motparterna till de sofistikerade aktörerna också är finansiella institutioner som är mindre sofistikerade när det gäller kreditderivattransaktioner men inte avseende finansiella avtal i övrigt. I sådana fall får man förvänta sig att *non-reliance representations* lämnade av mindre sofistikerade finansiella institutioner är genomtänkta och att de sofistikerade parterna kan förlita sig på dem. En finansiell institution kan förstå de generella konsekvenserna av sin okunnighet avseende andra transaktionstyper som ingås på finansmarknaden och vara försiktig vid lämnande av *non-reliance representations*. Om en sådan finansiell institution försäkrar att den förstår en transaktion och att den bildat en oberoende uppfattning om den, bör man acceptera en sådan försäkran som ett seriöst uttalande. Gäller det däremot motparter som inte är finansiella institutioner finns det risk att dessa motparter missförstått en transaktion även om de skrivit på *non-reliance representations*, vilket kan hända i samband med komplexa och svåra derivat- och kreditderivattransaktioner där motparten tror att han förstår en transaktion trots att han inte gör det.

¹ S.K. Henderson, *Henderson on Derivatives*, s. 484-486.

² S.K. Henderson, *Henderson on Derivatives*, s. 487.

Omständigheten är särskilt viktig att uppmärksamma i samband med nya aktörer som träder in på kreditderivatmarkanden. Det har förklarats att denna marknad växer väldigt snabbt och att omsättningen av kreditderivat ökar i samma takt, inte endast genom transaktioner mellan de stora globala aktörerna utan också genom att nya aktörer träder in på marknaden. När det gäller just de nya aktörerna, oavsett om de är finansiella institutioner eller inte, finns det anledning att vara försiktig med *non-reliance representations*. De sofistikerade aktörerna som ingår kreditderivattransaktioner med nya motparter kan inte vara säkra på att motparterna förstår betydelsen av *non-reliance representations* och finansiella institutioners omsorgsplikt kan aktualiseras.

Det finns en annan aspekt på *non-reliance representations* som förtjänar att analyseras. Även om *non-reliance representations* inte kan uppfattas som klassiska friskrivningsklausuler i ett standardavtal kan man undra om *representations* i vissa situationer kan uppfattas som tyngande klausuler i förhållande till mindre sofistikerade motparter. Även om de sofistikerade parterna inte utformat *ISDA Documentation* själva finns det anledning att anta att dokumentationen uppfattas som ett standardavtal som utformats av deras branschorganisation. Även om *ISDAs* medlemmar inte är enbart banker utan även andra finansiella institutioner och statliga myndigheter är det klart att representanterna för de stora globala bankerna som påverkar *ISDAs* verksamhet mest. Det är naturligt att dessa aktörer framför sin syn på den internationella finansmarknaden och driver *ISDAs* verksamhet utifrån sina kunskaper och behov. Detta innebär inte nödvändigtvis att dessa aktörer alltid tar hänsyn endast till sina egna intressen men det kan innebära att de övriga aktörerna på kreditderivatmarknaden inte alltid har möjlighet att framföra sina synpunkter om vissa frågor. Utifrån dessa omständigheter kan man se *ISDA Documentation* som ett standardavtal som utformats under påverkan av de sofistikerade aktörerna inom en organisation som i detta sammanhang kan uppfattas som deras branschorganisation. *ISDA Documentation* kan alltså här inte ses som ett *agreed document*, som vanligtvis utformas av två branschorganisationer som företräder två parter i avtalet, vilket kan vara viktigt vid bedömningen av tyngande klausuler i ett standardavtal.

Diskussionen om *non-reliance representations* karaktär av tyngande klausuler inkluderar frågan om för vilken part *representations* blir tyngande. *Non-reliance representations* är utformade i *Part 4(m)(i)* av *Schedule* till *2002 ISDA Master Agreement* på så sätt att båda parterna försäkrar varandra omständigheterna som räknats upp ovan. Det handlar alltså om en ömsesidig försäkran. Är försäkran tyngande i förhållande till den mindre sofistikerade parten, eller i förhållande till båda parterna? Situationen skiljer sig från situationer där endast en part lämnar en *representation*. Vid analysen av vilken effekt ömsesidiga *representations* får i verkligheten ser man att det är möjligt att en *representation* kan vara tyngande för den ena parten men inte för den andra. Uttalanden som lämnas av en mindre sofistikerad part i samband med ingående av en kreditderivattransaktion har ingen betydande effekt på den sofistikerade parten avseende bedömningen av transaktionen, eftersom den mindre sofistikerade parten inte har samma kunskap om transaktionen i fråga. Däremot kan den mindre sofistikerade parten dra olika slutsatser av den sofistikerade partens uttalanden vilket den sofistikerade parten vill undvika genom *non-reliance representations*. Situationen kan uppfattas som tyngande för den mindre sofistikerade eller den okunnige parten eftersom denna part i så fall måste anlita konsulter för att skaffa sig kunskap om transaktionen i fråga. Problemet är att det inte nödvändigtvis resulterar i att den mindre sofistikerade parten får en tillräcklig kunskap och förmåga att förstå väldigt komplicerade transaktioner och därför kan *non-reliance representations* uppfattas som tyngande när det visar sig att den mindre sofistikerade parten i verkligheten inte skaffat sig tillräcklig kunskap om transaktionen i fråga. Även om den mindre sofistikerade parten gjort vad som normalt skall göras, det vill säga

anlitat konsulter och fattat ett oberoende beslut, opåverkat av den sofistikerade partens uttalanden kan *non-reliance representations* uppfattas som tyngande.

När det gäller tolkningen av tyngande klausuler i standardavtal gäller enligt en allmän princip i standardavtalsrätten att sådana klausuler skall tolkas restriktivt mot författaren. Denna princip gäller både i svensk rättspraxis och internationellt.¹ De sofistikerade parterna skulle kunna anses som "författare" av *ISDA Documentation* eftersom de är de stora aktörerna som är *ISDA*s medlemmar och *ISDA* kan betraktas som deras branschorganisation. Dessutom kan *ISDA Documentation* i sådana situationer betraktas som ett ensidigt författat standardavtal vilket också tyder på att avtalsparterna inte varit likställda vid avtalsingåendet och att de sofistikerade parterna i dessa omständigheter har en bättre förhandlingsposition än de mindre sofistikerade parterna. Dessa är några omständigheter som skulle kunna användas som argument för slutsatsen att en *non-reliance representation* som lämnats av en mindre sofistikerad part har en tyngande karaktär för denna part men det är inte säkert att denna argumentation är tillräckligt stark för tillämpning av den ovan nämnda rättsprincipen.

Å andra sidan finns det argument mot en sådan slutsats. Här diskuteras *representations*, alltså inte några avtalsklausuler som innebär ett åtagande för den mindre sofistikerade motparten vid avtalets genomförande. Det handlar inte om någon avtalsförpliktelse som den mindre sofistikerade parten blir skyldig att fullgöra enligt avtalet. *Representations* handlar om uttalanden om vissa omständigheter som existerat innan avtalsparterna ingick avtalet i fråga. Om den mindre sofistikerade parten försäkrar att den verkligen inte förlitat sig på motpartens uttalanden och att den gjort nödvändiga undersökningar innan den fattat beslut om avtalsingående borde det inte uppfattas som tyngande.

Det finns alltså argument både för och emot uppfattningen om att *non-reliance representations* kan uppfattas som tyngande klausuler. Vid en bedömning måste man ta hänsyn till de omständigheter som kännetecknat *representations* tillkomst. Aktörerna som tagit initiativ till införandet av *non-reliance representations* är de stora och sofistikerade aktörerna, och de styr *ISDA*s aktiviteter. *ISDA* måste i sammanhanget betraktas som deras branschorganisation och de övriga aktörerna har inte påverkat utformningen av *representations* i *ISDA Documentation*. *Non-reliance representations* har inte prövats i domstol och det är inte säkert att *non-reliance representations* skulle kunna neutralisera tillämpningen av principen om finansiella institutioners omsorgsplikt. Dessutom finns det en skillnad mellan den effekt som *non-reliance representations* och finansiella institutioners omsorgsplikt får i sammanhanget. Den tänkta effekten av *non-reliance representations* är att förhindra att finansiella institutioners uttalanden tolkas som *misrepresentation* i engelsk rätt. Finansiella institutioners omsorgsplikt skiljer sig från uttalanden i form av *representations* eftersom omsorgsplikten inte endast avser uttalanden som avtalsparter lämnar till varandra före avtalsingåendet. Principen inkluderar finansiella institutioners plikt att agera på ett visst sätt även om de inte uttalat sig eller lämnat någon *representation*. Finansiella institutioners omsorgsplikt har alltså en bredare innebörd eftersom den gäller oberoende av *representations*.

Införandet av *non-reliance representations* har kommenterats med att de mindre sofistikerade parterna verkligen måste ta ansvar för sina beslut vid avtalsingående av derivattransaktioner. Detta innebär att aktörerna måste skaffa sig nödvändiga kunskaper för att kunna göra kvalificerade beslut. När det gäller de stora sofistikerade aktörerna, särskilt sådana som agerar i egenskap av mellanhand, som erbjuder komplicerade och riskabla transaktioner till sina

¹ U. Bernitz, s. 52.

motparter, finns det anledning att deras uttalanden kan uppfattas som råd till motparterna. Utifrån de omständigheterna kan man ställa krav på sofistikerade aktörer att ta ansvar för sina uttalanden och klargöra sina förhållanden med motparten vid avtalsingåenden. Det finns en uppfattning att det bästa sättet att göra detta är att ingå ett rådgivningsavtal med sin mindre sofistikerade motpart och reglera sin rådgivningsplikt och sitt rådgivningsansvar. Detta gäller inte endast derivattransaktioner utan även övriga finansiella avtal.¹

Diskussionen ovan visar att *ISDAs* införande av *non-reliance* klausuler som en lösning av problemen som uppstod i mitten av 1990-talet i samband med finansiella institutioners omsorgsplikt inte är helt lyckad. Klausulerna har möjligtvis den tänkta effekten när *ISDAs* medlemmar eller andra sofistikerade aktörer ingår derivat- och kreditderivattransaktioner med varandra. Klausulernas effekt i förhållande till mindre sofistikerade parter och särskilt de nya parterna som träder in på marknaden kan däremot ifrågasättas. Man kan inte vara säker på att *non-reliance* klausuler ger den trygghet till de sofistikerade parterna som de ville åstadkomma genom utformningen av klausulerna. En individuell bedömning av varje enskilda transaktion, parternas kapacitet och övriga omständigheter kring transaktionen och regleringen av parternas förhållanden utifrån dessa omständigheter verkar vara en betydligt bättre lösning än inkluderingen av *non-reliance representations* i kreditderivattransaktioner.

8.8. Liknande skyldigheter för värdepappersföretag

Parternas överlägsna respektive underlägsna ställning vid ingående i finansiella avtal har uppmärksammats inom EU och blev nyligen föremål för reglering i Europaparlamentets och rådets direktiv om marknader för finansiella instrument vars förkortning är MiFID.² MiFID trädde i kraft den 30 april 2004 och skall vara överfört i nationell lagstiftning senast den 31 januari 2007 och skall börja tillämpas senast den 1 november 2007. I Sverige publicerades i slutet av april 2006 huvudbetänkande SOU 2006:50 som analyserat vilka ändringar som krävs i den nuvarande svenska regleringen för att genomföra MiFID. Både MiFID och betänkandet innehåller viktiga regler vilkas syfte är att skydda olika motparter som har mindre erfarenhet och kunskaper om finansiella transaktioner som de ingår med värdepappersföretag. Dessa regler ålägger värdepappersföretag att agera på ett sätt som liknar finansiella institutioners omsorgsplikt som analyserats ovan. Denna intressanta likhet ger anledning till en kortare analys av de relevanta reglerna i MiFID och en jämförelse mellan dessa regler och finansiella institutioners omsorgsplikt.

Det är nödvändigt att inledningsvis förklara att MiFID inte reglerar kreditderivatverksamhet av banker och finansieringsbolag utan reglerar verksamhet av värdepappersbolag. Detta regleras i Art 1.1 i MiFID som föreskriver att detta direktiv tillämpas på värdepappersföretag och reglerade marknader. Värdepappersföretag är sådana svenska aktiebolag som fått tillstånd enligt lagen att driva värdepappersrörelse och som inte är bankaktiebolag eller finansieringsbolag enligt lagen om bank- och finansieringsrörelse.³ Svenska banker och finansieringsföretag kan få tillstånd att driva värdepappersrörelse⁴ i vilket fall MiFID:s regler omfattar även sådana aktörer. Begreppet reglerad marknad motsvarar närmast

¹ S.K. Henderson, Henderson on Derivatives, s. 501

² Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/39/EG av den 21 april 2004 om marknader för finansiella instrument och om ändring av rådets direktiv 85/611/EEG och 93/6/EEG och Europaparlamentets och rådets direktiv 2000/12/EG samt upphävande av rådets direktiv 93/22/EEG.

³ SOU 2006:50, s.229.

⁴ lag (1991:981) om värdepappersrörelse

börsverksamhet¹ alltså inkluderar den inte privatförhandlade avtal som ingås utanför börsen som kreditderivatavtal. Det är värt att notera att MiFID har inkluderat begreppet derivatinstrument för överföring av kreditrisk i begreppet finansiella instrument² men enligt utredningens förslag kommer kreditderivat att stå utanför begreppet värdepappersrörelse även efter införlivandet av MiFID i svensk lagstiftning.³ Även om kreditderivatavtal inte omfattas av regler som kommer att reglera värdepappersmarknaden utgör MiFID:s regler som reglerar värdepappersföretags agerande i förhållande till deras kunder, ett nytt och intressant sätt att skydda underlägsna avtalsparter vid avtalsingående. Nedan följer en kort analys av vissa värdepappersföretags skyldigheter som kallas för ”Bestämmelser om investerarskydd” i MiFID, Avsnitt 2.

En av de viktigare skyldigheterna för värdepappersbolag, som alltså anses vara överlägsna och sofistikerade avtalsparter, är att i förhållande till sina kunder handla hederligt, rättvist och professionellt i enlighet med sina kunders bästa intresse.⁴ Denna skyldighet konkretiseras i MiFID på så sätt att all information, inklusive marknadsföringsmaterial, som värdepappersföretag tillsätter sina kunder, skall vara rättvisande, tydlig och får inte vara vilseledande. Kunder och presumtiva kunder skall förse med begriplig information om värdepappersföretaget och dess tjänster, finansiella instrument och föreslagna placeringsstrategier, handelsplatser och kostnader. Med användning av en sådan utförlig information skall kunderna ha rimlig möjlighet att förstå arten av den risk som är förknippad med den investeringstjänst och den specifika typ av finansiellt instrument som erbjuds.⁵

Analyserar man den skyldighet som beskrivits ovan mot bakgrund av Dharmala fallet och det amerikanska Procter & Gamble fallet, som analyserats i samband med finansiella institutioners omsorgsplikt, kan man komma till slutsatsen att de banker som varit inblandade i dessa två rättsfall skulle agera annorlunda vid avtalsingående med sina motparter om de varit tvungna att följa MiFID:s regler. I dessa tvister argumenterade motparterna att de inte fått all nödvändig information om risker förknippade med de transaktioner som de ingått med dessa sofistikerade och överlägsna banker. Detta problem har uppenbarligen uppmärksammats i samband med värdepappersföretags verksamhet vilket resulterade i MiFID:s regler som stiftades redan 2004.

En annan viktig skyldighet för värdepappersbolag, enligt MiFID, är att inhämta nödvändiga upplysningar om kundens dvs. motpartens kunskaper och erfarenhet om den specifika produkten eller tjänsten som värdepappersföretag tillhandahåller. Värdepappersbolag är också skyldiga att inhämta information om kundens finansiella ställning och investeringsmål så att företaget kan rekommendera kunden eller den presumtiva kunden de tjänster och finansiella instrument som är lämpliga för denne.⁶ För att fullgöra denna skyldighet måste värdepappersföretag begära att kunden lämnar upplysningar om sin kunskap och erfarenhet på den erbjudna eller efterfrågade specifika produkten. I de fall värdepappersföretaget, mot bakgrund av de upplysningar som erhållits från kunden, anser att produkten eller tjänsten inte är passande för kunden, skall värdepappersföretaget göra kunden uppmärksam på detta. Om kunden inte lämnar de upplysningar som värdepappersföretaget behöver eller lämnar

¹ SOU 2006:50, s.25.

² MiFID:s Bilaga 1, avsnitt C, punkt 8.

³ SOU 2006:50 innehåller på s. 221-222 förslag till lag om värdepappersmarknaden där begreppet värdepappersrörelsen inte inkluderar verksamhet som anges i MiFID:s Bilaga 1, i avsnitt C, punkt 8. Denna verksamhet avser derivatinstrument för överföring av kreditrisk, alltså kreditderivat.

⁴ Art.19.1 MiFID

⁵ Art.19.2 och 19.3 MiFID

⁶ Art.19.4 MiFID

otillräckliga upplysningar om sin kunskap och erfarenhet, skall värdepappersföretaget varna kunden att värdepappersföretaget inte kan avgöra om den tänkta produkten eller tjänsten är passande för denne.¹

Det finns två undantag från denna skyldighet där det förutsätts att motparter har den kunskap och erfarenhet som är nödvändig för ingående i transaktioner med värdepappersföretag. Det första undantaget avser situationer när värdepappersföretag ingår transaktioner med s.k. ”godtagbara motparter” vilka är andra värdepappersföretag, kreditinstitut, försäkringsföretag, fondföretag, pensionsfonder och vissa andra finansiella institut. MiFID föreskriver också att dessa motparter har rätt att begära samma behandling som en vanlig kund, alltså icke-godtagbar motpart.²

Det andra undantaget avser kundkategorier som bör betraktas som professionella i fråga om alla investeringstjänster och investeringsverksamhet. Enligt Bilaga II till MiFID omfattas av begreppet professionella kunder, de godtagbara motparterna som nämnts ovan, vissa stora företag som uppfyller vissa storlekskrav avseende balansomsättning, nettoomsättning eller tillgångar, nationella regeringar, centralbanker, överstatliga institutioner och vissa andra institutioner. Värdepappersföretag är skyldiga att meddela kunden att företaget kommer att behandla kunden som professionell och denna information måste lämnas inför tillhandahållandet av tjänst. En professionell kund har rätt att begära att bli behandlad som icke-professionell under förutsättning att värdepappersföretaget samtycker till det.³

Det är intressant att jämföra värdepappersbolags skyldigheter som regleras i MiFID med *non-reliance* klausuler som diskuterats tidigare i samband med finansiella institutioners omsorgsplikt. En sådan jämförelse visar två helt motsatta uppfattningar om den sofistikerade partens skyldigheter i förhållande till den underlägsna parten när de ingår finansiella avtal. Medan MiFID ställer hårda krav på värdepappersföretag och introducerar ett starkt skydd för deras underlägsna motparter, försöker *non-reliance* klausuler övervältra dessa skyldigheter på den underlägsna parten. Finansiella institutioner är uppenbarligen medvetna om deras överlägsna ställning i förhållande till vissa mindre sofistikerade motparter eftersom den frågan redan har behandlats i domstolar och diskuterats i litteraturen. Ändå verkar det vara så att dessa sofistikerade parter inte är villiga att åta sig att t.ex. inhämta upplysningar om motpartens kunskaper och erfarenhet om den specifika transaktionen eller att ge rekommendationer till motparten om den tänkta finansiella transaktionen är lämplig för denne.

Införlivandet av MiFID:s regler i nationella lagstiftningar i EU:s medlemsstater anses vara en viktig utveckling inom finansiell rätt. MiFID innehåller en rad nya definitioner och begrepp och dess regler anses vara långtgående, särskilt med avseende på de krav som ställs i förhållande till värdepappersföretag. Förutom de två skyldigheterna som beskrivits ovan introduceras ytterligare några viktiga skyldigheter för värdepappersbolag när de agerar mot sina kunder. Införlivande av MiFID i EU:s medlemsstater leder till frågan om MiFID påverkar även finansiella institutioners omsorgslikt som diskuterats ovan. Rent formellt påverkar den inte det eftersom MiFID endast reglerar värdepappersbolags verksamhet. Banker och finansieringsbolag, som huvudsakligen betraktas som ”finansiella institutioner” i diskussionen om omsorgsplikten, omfattas som sagt inte av MiFID:s regler. Ändå skulle man kunna påstå att de rättsprinciper som fastställs i MiFID bekräftar de rättsprinciper som

¹ Art.19.5 MiFID

² Art.24.1 och 24.2 MiFID

³ SOU 2006:50 s.196-197

fastställts i rättspraxis som behandlat finansiella institutioners omsorgsplikt. Även om MiFID:s formuleringar är mycket tydligare och bättre systematiserade kan man konstatera att det finns många likheter mellan värdepappersföretags och finansiella institutioners skyldigheter vid avtalsingående med underlägsna motparter. Dessa likheter avser huvudsakligen finansiella institutioners och värdepappersföretags skyldighet att analysera motpartens kunskap och erfarenhet av den tänkta transaktionen och skyldighet att lämna en utförlig information så att motparten kan förstå riskerna förknippade med transaktionen i fråga. Fastställandet av sådana principer inom finansiell rätt kan tolkas på så sätt att både domstolar och lagstiftningsförsamlingar insett att den finansiella världen genomgått kraftiga förändringar som borde regleras. En av de viktigaste förändringarna där regleringen ansågs vara nödvändig var den överlägsna positionen av vissa sofistikerade parter vid avtalsingående med motparter som inte har lika stora kunskaper om finansiella transaktioner. Av den anledningen är MiFID viktig även för finansiella institutioners omsorgsplikt, även om det formellt inte reglerar detta område.

Det är viktigt att i detta sammanhang uppmärksamma vissa omständigheter som gör att de liknande värdepappersföretags- och finansiella institutioners skyldigheter som beskrivits ovan inte kan likställas. Värdepappersbolag agerar i många fall som mellanhand mellan sina kunder och olika andra motparter. I sådana transaktioner tar värdepappersföretag inga risker vilket kan vara en anledning att ställa högre krav på sådana företag. Det kan vara anledning till att MiFID ställer ännu högre krav på värdepappersföretag genom att ålägga dem att utföra kundens order på de villkor som är mest förmånliga för kunden. Detta innebär att värdepappersföretag är skyldiga att vidta alla rimliga åtgärder för att uppnå bästa möjliga resultat för sina kunder med beaktande av pris, kostnad, skyndsamhet, storlek och andra omständigheter.¹ Denna skyldighet är långtgående och den har inte diskuterats i rättspraxis avseende finansiella institutioners omsorgsplikt.

Skyldigheten att åstadkomma det bästa resultatet för kunden skulle förmodligen inte kunna fungera i kreditderivattransaktioner på samma sätt som den var tänkt i MiFID. Det skulle vara orimligt att ställa ett sådant hårt krav på t.ex. skyddssäljare som ingår kreditderivattransaktioner. En skyddssäljare tar över motpartens kreditrisk i sin portfölj mot betalning och denna transaktion skiljer sig väsentligt från investeringstjänster som ett värdepappersföretag utför för sina kunder där värdepappersföretag inte tar några risker. Att betrakta en skyddsköpare som den part som måste åstadkomma det bästa resultatet för skyddssäljaren skulle vara ännu orimligare. En skyddsköpare betalar premien till skyddssäljaren för att få skydd mot det sämsta tänkbara resultatet, nämligen en förlust i fall av inträffande av en eller flera *Credit Events*. Det syfte som ett kreditderivatavtal har för skyddsköparen är alltså oförenligt med idén att åstadkomma det bästa resultatet för motparten. Det finns en balans i parternas prestationer i kreditderivattransaktioner som skulle kunna göra det omöjligt att ställa krav på en part att genom sitt agerande åstadkomma det bästa resultatet för motparten.

Avslutningsvis kan man nämna att MiFID innehåller en intressant regel som förtjänar uppmärksamhet i denna korta analys. Begreppet ”derivatinstrument för överföring av kreditrisk” har inkluderats i begreppet finansiella instrument i MiFID:s Bilaga 1, avsnitt C, punkt 8. Den första typen av ett sådant derivatinstrument som man tänker på när man läser detta uttryck är kreditderivatavtal som dokumenteras med *ISDA Documentation* och som analyserats i denna avhandling. Sedan undrar man om det verkligen är möjligt att överlåta

¹ Art.21.1 MiFID

sådana privatförhandlade avtal på börser eller liknande organiserade marknader. För närvarande är avtal om kreditderivat utformade på så sätt att överlåtelse av avtalet alltid sker med motpartens godkännande. Det var förmodligen anledningen att utredningen SOU 2006:50 inte inkluderat ”derivatinstrument för överföring av kreditrisk” i begreppet värdepappersrörelse. Men det är inte uteslutet att MiFID pekar på en utveckling av kreditderivat i riktning mot finansiella instrument, vilket återstår att se.

8.9 Slutsats - finansiella institutioners omsorgsplikt vid avtalsingående

Avtalsvillkor får jämkas eller lämnas utan avseende om villkoret är oskäligt med hänsyn till avtalets innehåll och omständigheterna vid avtalets tillkomst. Denna rättsprincip, som i svensk rätt gäller i form av lagbestämmelsen i 36§ Avtl, får en särskild innebörd i samband med vissa finansiella avtal. När denna rättsprincip tillämpas på avtal om finansiella derivat, där även kreditderivatavtal ingår, kan vissa omständigheter vid avtalets tillkomst ha en särskild stor betydelse. Anledningen till detta är att vissa aktörer på den finansiella marknaden är väldigt sofistikerade när det gäller bedömningen av den framtida ekonomiska utvecklingen och risker kopplade till vissa derivattransaktioner. Om motparterna till sådana sofistikerade aktörer inte har samma kunskaper om vissa transaktionstyper kan de vara underlägsna vid avtalsingåendet i förhållande till de sofistikerade aktörerna. En sådan överlägsenhet hos de sofistikerade aktörerna vid avtalsingåendet kan resultera i att avtalsvillkor jämkas eller lämnas utan avseende. Enligt det svenska rättsfallet¹ skall den sofistikerade parten, om den vill undvika dessa rättsliga påföljder, visa omsorg i förhållande till motparten vid avtalsingåendet. Denna omsorgsplikt innebär att en sofistikerad avtalspart skall göra en helhetsbedömning av motpartens kapacitet, erfarenhet och kunskap i förhållande till en konkret transaktion. Det är inte alltid klart hur den sofistikerade parten skall agera om det visar sig att motparten inte har tillräcklig kunskap om transaktionen i fråga. Omsorgsplikten innebär inte nödvändigtvis något slags rådgivning från den sofistikerade partens sida utan den sofistikerade parten kan t.ex. från motparten kräva att denne skaffa sig ett expertutlåtande om transaktionen i fråga från en tredje part. Finansiella institutioners omsorgsplikt har aktualiserats internationellt i ett engelskt rättsfall från 1995² och i det svenska rättsfallet³ från HD samma år.

För att undvika sin omsorgsplikt har många finansiella institutioner inkluderat s.k. *non-reliance* klausuler i sina finansiella avtal vilket *ISDA* också gjorde i den nya versionen av *ISDA Master Agreement* från 2002. Effekten av dessa klausuler är osäker i förhållande till de mindre sofistikerade aktörerna och det är inte uteslutet att i enstaka fall, en *non-reliance* klausul också blir jämkad eller lämnad utan avseende på grund av en utebliven omsorgsplikt från den sofistikerade partens sida.

Finansiella institutioners omsorgsplikt är en rättsprincip som är specifik för finansiella avtal och lämpligare för tillämpning i dessa avtalsrelationer. Den viktigaste omständigheten för bedömningen av om en part varit underlägsen vid ingåendet av ett finansiellt avtal och den finansiella institutionens eventuella skyldighet att fullgöra sin omsorgsplikt är partens kunskap om transaktionen i fråga och förståelsen av de risker för förluster som en sådan transaktion innebär.

¹ NJA 1995 s.693

² Bankers Trust International plc. v. PT Dharmala Sakti Sejahtera [1995] 4 Bank. L.R. 382 (QBD(Comm Ct));

³ NJA 1995 s. 693

9. KREDITDERIVATS SJÄLVSTÄNDIGHET, OBJEKTIVITET OCH KOPPLING TILL INFORMATIONSTEKNOLOGI

9.1 Inledning

Kreditderivats självständighet är en egenskap som redan nämnts i samband med jämförelsen av denna avtalstyp med garanti. Denna egenskap har inte analyserats i förhållande till ett annat element som också existerar i självständiga avtal som kan kallas för subjektivitetselement. En beskrivning av ett avtal som accessoriskt eller självständigt i förhållande till ett annat avtal säger inte mycket om vilken grad av accessoritet eller självständighet det handlar om i ett konkret fall. Det är nämligen så att ett avtal kan vara mer eller mindre accessoriskt eller självständigt från den underliggande betalningsförpliktelsen och kreditderivats självständighet är inte identisk med t.ex. garantins självständighet. Dessutom existerar i både accessoriska och självständiga avtal en grad av subjektivitet som leder till att en part kan kräva motparten på betalning även om motparten anser att betalningsvillkoren inte är uppfyllda. Denna subjektivitet har till en stor del eliminerats från kreditderivatavtal med användning av en avtalsmekanism som inte brukar tillämpas inom obligationsrätt i privatförhandlade avtal. Denna avtalsmekanism är användningen av media istället för en tredje utomstående person som skulle fastställa vissa fakta. Nedan analyseras de olika typerna av accessoritet eller självständighet i relation till de subjektiva elementen i vissa avtalstyper samt i kreditderivatavtal.

9.2 Problemställning

Avtal om kreditderivat står alltid i samband med ett underliggande avtal. Det underliggande avtalet, som i denna avhandling också kallas för den underliggande transaktionen eller det underliggande instrumentet, kan vara av olika slag t.ex. ett lån, obligationslån osv. Det som är viktigt är att det underliggande avtalet innehåller en betalningsförpliktelse. Den part som är skyldig att fullgöra denna underliggande betalningsförpliktelse kallas i denna avhandling för den underliggande enheten. Beroende på fullgörandet av denna betalningsförpliktelse aktiveras skyddssäljarens förpliktelse att betala ett visst belopp enligt ett avtal om kreditderivat.

En situation där det finns en underliggande betalningsförpliktelse, som också kan kallas för en primär förpliktelse, och en betalningsförpliktelse som aktiveras om den primära förpliktelsen uteblir är inget nytt i obligationsrätten. Det finns redan flera avtalstyper som reglerar denna situation på olika sätt. Bland dessa avtalstyper finns borgen och olika typer av garantier. Dessa avtalstyper visar olika grader av beroende i förhållande till den primära förpliktelsen. Ju mindre beroende desto mer blir dessa avtal självständiga från den primära förpliktelsen. Denna självständighet kan också variera mellan dessa avtalstyper vilket huvudsakligen beror på betalningsmekanismerna som dessa avtalstyper innehåller. Dessa betalningsmekanismer kan t.ex. kräva att en betalningsmottagare som ställer betalningskrav på motparten skall förebringa olika bevis för den uteblivna primära förpliktelsen eller överlämna olika dokument

som villkor för att erhålla betalning från motparten. I vissa fall kan sådana villkor utebli och det enda som en betalningsmottagare, som också kan kallas för beneficent, skall göra är att framställa sitt betalningskrav till motparten. På detta sätt ger dessa avtalstyper mer eller mindre frihet till beneficenten att själv avgöra om det finns en grund för ianspråktagande av motpartens betalningsförpliktelse. Denna omständighet, att endast en part har frihet att bestämma vad som skall gälla angående vissa betalningsförpliktelser, är ett subjektivt element vid ianspråktagande av betalningsförpliktelser. Detta subjektiva element, som ibland kan resultera i beneficentens godtycklighet eller missbruk av partsställning, är ett viktigt element för jämförelsen med kreditderivatets avtalsmekanism som utlöser skyddssäljarens betalningsförpliktelse.

Subjektivitetsgraden vid fastställandet av fakta som utlöser motpartens betalningsskyldighet varierar mellan olika accessoriska och självständiga avtasstyper. Det verkar vara så att subjektivitetsgraden ökar med självständighetsgraden vilket märks särskilt i fall av olika garantier. Om självständigheten och subjektiviteten står i ett sådant förhållande skulle kanske kreditderivat kunna vara den avtalstyp med den högsta subjektivitetsgraden, särskilt i situationer där skyddsköparen och skyddssäljaren inte har något avtalsförhållande till den underliggande enheten. Denna koppling mellan avtalets självständighet och subjektivitetsgraden vid ställande av betalningskrav är intressant för en teoretisk analys som följer nedan. I denna analys jämförs kreditderivat med vissa accessoriska eller självständiga avtal.

9.3 Accessoritet och självständighet i förhållande till den underliggande förbindelsen

Accessoritet innebär att ett rättsförhållande är beroende av ett annat rättsförhållande. När ett rättsförhållande är accessoriskt i förhållande till ett annat rättsförhållande innebär detta att det accessoriska rättsförhållandet får en stor del av sina bestämmelser från det underliggande rättsförhållandet som också kan kallas för huvudförhållandet.¹ Detta kan illustreras med ett borgensåtagande. Det som en borgensman är skyldig att fullgöra bestäms inte av en fordringsägare först när borgen tas i anspråk. Borgensmannens åtagande har egentligen varit bestämt redan vid avtalsingåendet mellan parterna i det underliggande avtalet, kanske innan borgensmannen åtagit sig borgensåtagandet. Eftersom borgen är ett typiskt accessoriskt åtagande till en huvudförbindelse skall borgensmannen i själva verket fullgöra gäldenärens prestation i enlighet med det underliggande avtalet.² Detta gäller under förutsättning att borgensåtagandet inte är begränsat på något sätt. I gruppen av accessoriska förbindelser finns även bankgarantier som följer regler om borgen eftersom de funktionellt tjänar samma syfte som borgen. Detta oavsett det faktum att banker tar ut ersättning för sina garantier vilket inte är typiskt för ett borgensåtagande.³ Detta är en mycket kort beskrivning av begreppet accessoritet vars syfte endast är att visa skillnader mellan denna avtalstyp och självständiga åtaganden.

Ett självständigt rättsförhållande är till skillnad från ett accessoriskt rättsförhållande oberoende av det underliggande rättsförhållandet. Självständiga betalningsförpliktelser har visserligen ett samband med en underliggande förpliktelse men en gäldenär i en självständig betalningsförpliktelse kan inte åberopa några betalningsinvändningar hänförliga till den underliggande förpliktelsen. Skillnaden mellan accessoritet och självständighet kallas i tysk

¹ T. Ingvarsson, s. 38.

² G. Wallin, Borgen, s. 89.

³ L. Gorton, On demand – garanti i svensk rätt – ett rättsfall, Juridisk tidskrift 2000-01, s. 529.

rätt för abstraktion och gränsdragningen mellan abstrakta och accessoriska förpliktelser görs i tysk rätt genom att betrakta vilka betalningsinvändningar som får göras.¹

Förutom kreditderivat finns det några andra avtalstyper som är mer eller mindre självständiga i förhållande till den underliggande förbindelsen. Dessa avtalstyper är remburs, självständiga garantier och *standby* som i själva verket är en garantityp. Nedan följer en kort översikt av självständighetsmoment hos några av dessa avtalstyper. Syftet med denna korta översikt är att visa vad självständighet innebär i förhållande till den självständighet som kännetecknar avtal om kreditderivat. Av den anledningen skall dessa tre avtalstyper inte närmare analyseras i denna avdelning.

9.4 Rembursens självständiga karaktär

En remburs är till sin natur en transaktion som är självständig från köp- eller andra avtal och banker är på intet sätt bundna eller berörda av ett sådant avtal.² Detta innebär att bankens betalningsskyldighet är av ”abstrakt natur”³, alltså fristående från det underliggande avtalet. Denna betalningsskyldighet är villkorad av presentation av vissa dokument till banken inom en bestämd tid. Rembursens självständighet styrks genom en annan regel⁴ som föreskriver att banken endast befattar sig med dokument, inte med de underliggande varorna och tjänsterna. Banken skall betala under rembursen om presenterade dokument vid påseende förefaller att överensstämja med rembursvillkoren. Om bankens granskning av dokumenten resulterar i bankens uppfattning att de dokument som presenterats inte överensstämmer med rembursvillkoren skall dessa dokument avvisas. Remburser styrs nästan uteslutande av standardregler som utarbetats och publicerats av Internationella Handelskammaren. Dessa regler, som kallas för *Uniform Customs and Practice for Documentary Credits ICC publ. No.500*, har blivit allmänt accepterade i internationella kommersiella transaktioner och används under förkortningen UCP, eller UCP 500. Svensk rätt saknar regler om remburser.

Denna korta beskrivning av rembursens villkor visar att remburs väsentligt skiljer sig från borgen eftersom remburs inte hämtar sitt innehåll och bestämmelser från det underliggande avtalet. Banken kan inte åberopa betalningsinvändningar som hänför sig till det underliggande avtalet utan har skyldighet att betala om de presenterade dokumenten överensstämmer med rembursvillkoren. Till skillnad från rembursen har en borgensman rätt att åberopa samtliga invändningar som gäldenären kunnat åberopa mot borgenären under det underliggande avtalet. Om man jämför remburs med borgen kan man säga att rembursen avlägsnat sig från det underliggande avtalet och blivit ett självständigt avtal.

En bank som öppnat rembursen har skyldighet att granska dokument som presenteras och betala till beneficiaryn om dessa dokument överensstämmer med rembursvillkoren. Bankens dokumentgranskning kan i vissa fall leda till dispyter med beneficiaryn om banken vägrar betalning mot dokument som enligt beneficiaryns uppfattning överensstämmer med

¹ H. Swolin, *Självständiga bankgarantier*, Lund, 2004, s. 25.

² Art.3 a. ICC Uniform Customs and Practice for Documentary Credits (UCP 500): ”Credits, by their nature, are separate transactions from the sales or other contract(s) on which they may be based and banks are in no way concerned with or bound by such contract(s), even if any reference whatsoever to such contract(s) is included in the Credit. Consequently, the undertaking of a bank to pay, accept and pay Draft(s) or negotiate and/or to fulfil any other obligation under the Credit, is not subject to claims or defences by the Applicant resulting from his relationships with the Issuing Bank or the Beneficiary.”

³ L. Gorton, *Garantiregler och rembursregler*, Juridisk tidskrift 1993-94 s. 48.

⁴ Art 4 UCP 500: ”In Credit operations all parties concerned deal with documents, and not with goods, services and/or other performances to which the documents may relate.”

rembursvillkoren. Dokumentgranskning kan vara ett komplicerat uppdrag särskilt i situationer som kan uppkomma då ”banken känner till eller haft anledning att känna till oegentligheter beträffande dokumenten eller då uppdragsgivaren haft kännedom om sådana oegentligheter och informerat banken därom”.¹ Denna beskrivning visar att dokumentgranskning kan ge anledning till tvister och att beneficenten inte alltid kan vara säker på att banken kan fullgöra granskningsuppdraget på ett helt objektivt sätt.

Det händer ofta och det anses vara vanligt att de presenterade dokumenten inte är helt korrekta och att de inte överensstämmer helt med rembursvillkoren. Det finns statistik som utvisar att de presenterade dokumenten inte är tillfredsställande i mer än 50 procent av samtliga öppnade remburser. Denna statistik indikerar att remburser inte fungerar så enkelt i praktiken.² Det finns flera anledningar till att dokumentgranskning så ofta resulterar i att dokumenten avvisas av banken. En anledning är att det underliggande avtalet ofta inte ger köparen en god ledning när han lämnar sina instruktioner om rembursöppnande till banken. Detta resulterar i en bristande precision i dels uppdraget till banken, dels rembursvillkoren så att beneficenten har svårt att förstå vilka krav som stipuleras i rembursvillkoren. Även om öppnande av en remburs kan uppfattas av säljaren som en säkerhet att han kommer att erhålla betalning är det inte alltid så i praktiken. Det kan hända att en lojal beneficent som inte har förståelse av vad dokumentens absoluta överensstämmelse med rembursvillkor innebär utsätts för ”rent chikanösa åtgärder från en köpare som vill komma ifrån en transaktion”.³ Missbruk kan förekomma även på beneficentens sida genom att en beneficent skaffar sig korrekta dokument och erhåller betalning för en prestation som inte alls överensstämmer med det underliggande avtalet.

Remburs är uppenbarligen inte ett avtal som alltid säkrar en felfri transaktion och eliminerar tvistsituationer. Dessa frågor har analyserats i litteraturen och det finns en omfattande rättspraxis som ger vägledning i oklara remburssituationer. Dessa frågor skall inte analyseras vidare i denna korta översikt vars syfte var att visa att rembursens självständighet medför en osäkerhet angående genomförbarhet av remburstransaktionen. Denna osäkerhet orsakas ofta av en relativt stark subjektivitet som kännetecknar parternas agerande i remburstransaktioner. Det är klart att varje part i en remburstransaktion har en subjektiv uppfattning om vad som rembursvillkor stipulerar och att dessa uppfattningar ofta inte stämmer överens med varandra. En beneficent som presenterar dokument till en bank har säkert sin egen uppfattning om att dokumenten stämmer överens med rembursvillkoren. Det är inte säkert att banken å andra sidan delar den uppfattningen och i fall när den gör det är det inte säkert att uppdragsgivaren i slutändan delar bankens uppfattning, vilket kan resultera i att uppdragsgivaren vägrar betala ersättning till banken.

Det som bör betonas i denna korta framställning och i jämförelse med avtal om kreditderivat är att det finns en subjektiv syn på remburstransaktionen hos de tre inblandade parterna. Detta subjektiva element i remburstransaktionen är relativt starkt och utgör en nackdel med remburstransaktioner som är svår att åtgärda. En uppdragsgivare kan försöka undvika osäkerhet genom att definiera rembursvillkor på ett väldigt detaljerat sätt i en lång text. Men detta är ingen garanti för att beneficenten förstår samtliga dessa detaljer på samma sätt som uppdragsgivaren. Dessutom är det ibland en nackdel med rembursvillkor med så många detaljer som kan visa sig omöjliga att uppfylla från beneficentens sida. Det är klart att avtalsparter eftersträvar en klarhet i deras avtalsförhållande och det är möjligt att de uppnått

¹ L. Gorton, Rembursrätt, Stockholm, 1980, s. 243.

² L. Gorton, Rembursrätt, s. 246.

³ L. Gorton, Rembursrätt, s. 246.

en sådan klarhet i det underliggande avtalet men detta är ingen garanti för att samma klarhet skall råda i rembursvillkoren. Det subjektiva elementet kvarstår alltså som en viktig och negativ egenskap hos rembursen.

9.5 Garantins självständiga karaktär

Garantin har redan jämförts med kreditderivat tidigare i denna avhandling. Av den anledningen begränsas denna korta översikt endast till självständiga garantier, alltså garantier som inte följer borgensregler utan är självständiga i förhållande till ett underliggande avtal. Självständiga garantier kallas också för *demand* garantier och eftersom de i de flesta fall utfärdas av banker uppfattas de ofta i internationella sammanhang som bankgarantier. Av den anledningen behandlas självständiga garantier i fortsättningen som bankgarantier.

Bankgarantier ser inte likadana ut utan kan variera väsentligt i sin självständighetsgrad och i förhållande till det underliggande avtalet. Denna självständighet varierar beroende på vad som stipuleras i garantidokumentet. Svensk rätt saknar regler om självständiga garantier men det finns några internationella regler och en omfattande internationell praxis som ger vägledning när det gäller olika typer av självständiga garantier. Självständiga garantier kan indelas i tre huvudgrupper beroende på vilken betalningsmekanism som inkluderats i garantin.

Den första gruppen består av garantier där betalning skall ske på anfordran dvs. ”on demand”. Dessa garantier anses vara mest förmånliga för beneficenten därför att betalning under denna garanti skall ske när beneficenten framställer sitt betalningskrav. Betalningskravet måste ofta vara skriftligt.¹ Det finns även sådana garantier där beneficenten måste bifoga ett uttalande att uppdragsgivaren brutit mot det underliggande avtalet. Detta uttalande innehåller endast beneficentens eget påstående om avtalsbrott, alltså inget intyg från någon tredje opartisk person. Det finns en uppfattning att ett uttalande från beneficenten sida innebär ett slags skydd för banken eller uppdragsgivaren mot ett eventuellt missbruk av beneficentens förmånliga ställning i detta förhållande. Det anses att beneficenten inte gärna vill avge ett uttalande innebärande att uppdragsgivaren brutit mot det underliggande avtalet om detta inte är sant.² Enligt en annan uppfattning är effekten av denna psykologiska press relativt begränsad.³ Internationella Handelskammaren har utarbetat och publicerat standardregler för självständiga garantier som kallas för *Uniform Rules for Demand Guarantees ICC publ. No.458*. Dessa standardregler används under förkortningen URDG. Enligt art.20 a) URDG skall beneficenten specificera i vilket avseende uppdragsgivaren brutit mot det underliggande kontraktet.⁴

Den andra gruppen består av garantier där betalningsmekanismen förutom betalningskravet kräver överlämnande av dokument som utfärdas av en tredje utomstående part. Syftet med ett eller flera sådana dokument är att styrka uppdragsgivarens avtalsbrott mot det underliggande

¹ H. Swolin, s. 15.

² R.F. Bertrams, *Bank Guarantees in International Trade*, 3 uppl., Haag, 2004, s. 50.

³ H. Swolin, s. 15.

⁴ Art. 20 a) *Uniform Rules for Demand Guarantees ICC publ. No.458*: ”Any demand for a payment under the Guarantee shall be in writing and shall (in addition to such other documents as may be specified in Guarantee) be supported by a written statement (whether in the demand itself or in a separate document or documents accompanying the demand and referred to in it) stating:

(i) that the Principal is in breach of his obligation(s) under the underlying contract(s) or, in the case of a tender guarantee, the tender conditions; and
(ii) the respect in which the Principal is in breach.

avtalet.¹ Till skillnad från *demand* garantier som beskrivits ovan innebär denna typ av garanti en viss trygghet att beneficenten inte skall missbruka sin ställning eller alltför subjektivt bedöma och hävda uppdragsgivarens brott mot det underliggande avtalet. Denna trygghet säkras alltså genom ett intyg från en opartisk och utomstående person. Banker har uttalat att de föredrar *demand* garantier från den första gruppen därför att de är lättare för granskning. När det gäller garantier där vissa dokument utfärdade av utomstående personer skall presenteras kan bankens dokumentgranskning visa sig vara komplicerad² och därför vill bankerna gärna undvika ett sådant uppdrag. Detta därför att en sådan granskning alltid är subjektiv, vilket kan resultera i en tvist mellan beneficenten och banken. Det subjektiva elementet existerar alltså även i denna typ av garanti.

Den tredje gruppen av garantier består av garantier där betalningsvillkoren stipulerar att betalning skall ske mot överlämnande av ett domstolsbeslut eller av en skiljedom. Ett sådant beslut skall bekräfta beneficentens rätt till betalning under garantin. Denna garantityp ger alltså uppdragsgivaren tryggheten att beneficenten inte kan kräva en obehörig betalning och är den mest förmånliga för uppdragsgivaren. Sådana garantier är sällsynta i internationella kommersiella transaktioner och det finns en uppfattning att denna garantityp kan klassificeras som en accessorisk förbindelse.³

Eftersom *demand* garantier, alltså garantier som utgör den första gruppen, används mest i internationell handel skall vissa element av denna garantityp närmare analyseras nedan för att kunna jämföra dessa garantityper med avtal om kreditderivat.

9.5.1 Kort om beneficentens ställning i *demand* garantier

Aktörer som ingår kommersiella transaktioner undviker komplicerade transaktioner och försöker använda enkla avtal som underlättar transaktionens genomförande. Avtalsparter vill känna sig trygga i att inget hindrar deras rätt att få betalt eller att få den avtalade varan eller tjänsten levererad. Detta gäller både internationella transaktioner och transaktioner mellan parter från ett och samma land. En sådan enkel transaktion som ger en part tryggheten att utkräva och erhålla betalning av ett bestämt belopp är just *demand* garantier. Det är visserligen så att en sådan garanti ger beneficenten rätt att själv avgöra om han skall ta garantin i anspråk, men samtidigt blir hantering av garantin snabb och enkel från bankens sida. *Demand* garantier skapar alltså klarhet i parternas förhållande och lämnar inte mycket utrymme för olika tolkningar av garantins villkor eller för olika bedömningar vid dokumentationsgranskning. Denna garantityp är alltså självständig i förhållande till det underliggande avtalet, betalningen av det garanterade beloppet är ovillkorlig och garantin är oåterkallelig. Dessa egenskaper gör att det blir enkelt för beneficenten att ställa ett betalningskrav mot banken eller en annan garantigivare och erhålla betalning under en sådan garanti.

Ändå finns det nackdelar med *demand* garantier eftersom motparten i det underliggande avtalet, dvs. uppdragsgivaren vid garantins utfärdande, avsäger sig möjligheten att invända mot ianspråktagandet av en sådan garanti. Uppdragsgivaren har ingen möjlighet att påverka utbetalningen av det garanterade beloppet ens i situationer där beneficenten inte agerar i god tro och kräver betalning under en garanti trots att han inte har rätt att göra så. Denna omständighet har orsakat tvister och gjort att uppdragsgivarna motvilligt accepterar sådana

¹ R.F. Bertrams, s. 54.

² R.F. Bertrams, s. 57.

³ R.F. Bertrams, s. 58.

garantier. På detta sätt kommer parternas rättigheter under det underliggande avtalet i obalans därför att en part, beneficenten, intar en mycket starkare position än uppdragsgivaren. Genom ägande av en *demand* garanti kan beneficenten göra påtryckningar på uppdragsgivaren eller helt enkelt ta ut vissa belopp som han inte har rätt till. Uppdragsgivaren har å andra sidan ingen möjlighet att påverka ianspråktagandet av en sådan garanti och det finns nästan ingen rättslig åtgärd som skulle kunna stoppa utbetalning av ett obefogat betalningskrav från beneficentens sida.

Beneficentens förmånliga ställning i en *demand* garanti leder till frågan under vilka omständigheter banken kan vägra betalning till beneficenten under en *demand* garanti. Frågan gäller både situationen där det föreligger en tvist, alltså olika uppfattningar mellan beneficenten och om uppdragsgivaren huruvida beneficenten har rätt att kräva betalning och situationen där beneficenten inte agerar i god tro och missbrukar sin rätt att kräva betalning enligt en *demand* garanti.

Om man utgår från svensk rätt kan man konstatera att varken svensk lag eller svensk rättspraxis ger en klar vägledning i denna fråga. I svensk rättspraxis hittar man ett rättsfall från Hovrätten över Skåne och Blekinge från 1999¹ som behandlar frågan om en bankgaranti var borgen eller en *demand* garanti. Detta rättsfall behandlar emellertid inte den konkreta frågan om och i så fall under vilka omständigheter en bank har rätt att vägra betalning under en *demand* garanti. Det finns ett annat rättsfall från Högsta Domstolen² som berör *demand* garantier men i målet fick andra rättsfrågor avgörande betydelse och inte heller detta rättsfall ger någon vägledning i frågan om bankens rätt att vägra betalning. Det som är intressant för båda rättsfallen är att domstolarna använt sig av ”internationell bankpraxis”³ och ”det som anses inom affärslivet gälla”⁴ vid tolkning av självständigheten av *demand* garantier och beneficentens rätt att kräva betalning från banken.

Eventuella inskränkningar av självständighetsprincipen i samband med *demand* garantier har diskuterats i svensk juridisk litteratur.⁵ Denna diskussion, som inte närmare skall redovisas i denna korta framställning, har såsom utgångspunkt tillämpningen av 36 § Avtl. Genom tillämpning av denna bestämmelse skulle det vara möjligt att jämka eller lämna utan avseende garantivillkor som är oskäligen med hänsyn till omständigheter som regleras i 36 § Avtl. Denna bestämmelse anses vara den lämpligaste i svensk rätt när det gäller frågan om inskränkningar i självständighetsprincipen. Det finns även en avvikande uppfattning att en koppling av en självständig garanti till 36 § Avtl skulle innebära att garantin skulle kunna tolkas som accessorisk.⁶ Generellt har i denna diskussion 30 § Avtl om svek inte fått någon större betydelse till skillnad från engelsk rätt.

Frågan om bankens rätt att vägra betalning under en *demand* garanti har behandlats i engelsk rätt där rättspraxis har kommit till tre undantag från bankens strikta skyldighet att betala till beneficenten under en *demand* garanti. Det första undantaget gäller situationer där en sådan utbetalning skulle strida mot Storbritanniens internationella åtaganden. Detta undantag har

¹ Mål nr. T 129-98, dom meddelad den 22 oktober 1999.

² NJA 2002 s. 244.

³ Rättsfall från Hovrätten över Skåne och Blekinge

⁴ NJA 2002 s. 244.

⁵ T. Ingvarsson, s. 128-132; L. Dalman, Några problem rörande first – demand garantier SvJT 1985, s. 196-198; M. Ylöstalo, Något om obehöriga förfaranden i samband med ”on-first demand” bankgarantier, festskrift till Henrik Hessler, Stockholm, 1985, s. 457; H.Swolin, s. 70.

⁶ T. Ingvarsson, s. 129.

fastställts i ett rättsfall¹ där utbetalningar stred mot den peruanska lagstiftningen om valutakontroll och Storbritanniens folkrättsliga åtaganden mot Peru. Det andra undantaget som fastställts i ett annat rättsfall² gäller situationer där garantins självständighet och bankens skyldighet att betala till beneficenten blir inskränkta eller ändrade av andra villkor som stipulerats i garantitexten. Detta rättsfall påminner om att bedömningen av garantins juridiska natur och tolkningen av parternas rättigheter och skyldigheter alltid måste utgå från själva texten i den konkreta garantin.

Det tredje och det viktigaste undantaget från bankens strikta skyldighet att betala till beneficenten enligt en *demand* garanti är beneficentens svikliga agerande vilket är en översättning av det engelska ordet *fraud*. Tolkning av *fraud* i samband med *demand* garantier är i engelsk rättspraxis väldigt restriktiv vilket visat sig i ett känt rättsfall från 1977.³ I detta rättsfall sökte käranden en säkerhetsåtgärd gentemot en bank som på uppdrag av käranden utfärdade en *demand* garanti till förmån för en egyptisk köpare. Den egyptiske köparen hade inte öppnat två remburser för två leveranser från käranden och när det gällde den tredje leveransen uppstod en tvist mellan käranden och den egyptiske köparen om godsets kvalitet. Köparen ställde betalningskrav mot banken under bankgarantin och käranden försökte genom sin talan mot banken stoppa utbetalning. Domstolen avgjorde målet till bankens förmån med särskild kommentar om tolkning av ett svikligt agerande dvs. *fraud*. Enligt den engelska domstolen kan inte tvistiga situationer mellan beneficenten och uppdragsgivaren betraktas som ett svikligt agerande. Om en ovillkorlig garanti har utfärdats av en bank måste banken i fråga betala till beneficenten om han framställer ett sådant krav mot banken och domstolar får inte ingripa i sådana garantiförhållanden.

Engelska domstolar behöll samma restriktiva tolkning av *fraud* i några senare rättsfall som gällde liknande frågor.⁴ Det anses att engelska domstolar tar särskild hänsyn till bankernas goda rykte vid tolkning av *demand* garantier, vilket framgår av ett annat rättsfall som avser samma problemställning.⁵

9.6 Rangordning av olika självständighets- och subjektivitetsgrader

Efter denna korta framställning om accessoriska och självständiga avtal kan man göra en rangordning av de nämnda avtalstyperna med hänsyn till deras självständighetsgrad i förhållande till det underliggande avtalet. Den avtalstyp som står närmast det underliggande avtalet är borgen som är accessorisk och får en stor del av sina bestämmelser från det underliggande avtalet. En borgensman får göra samtliga invändningar som gäldenären i det underliggande avtalet får göra i förhållande till sin borgenär. Däremot får inte borgensmannen göra några andra invändningar avseende det underliggande avtalet om själva gäldenären inte gjort detta. Man kan med andra ord säga att borgensmannens rätt att göra egna subjektiva bedömningar och invändningar i samband med det underliggande avtalet är begränsad. Å andra sidan är borgensmannen bunden av gäldenärens subjektiva bedömningar avseende fullgörande av betalningsförpliktelsen till borgenären.

¹ United City Merchants (Investments) Ltd. v. Royal Bank of Canada [1983] 1 A.C. 168

² Co-operative Centrale Raiffeisen Boerenleebank BA v. Sumitomo Bank Ltd. (The Royan) [1988] 2 Lloyd's Rep. 250, kommenterat av H.N. Bennett, Performance Bonds and the Principle of Autonomy, Journal of Banking Law, 1994, Nov. s. 586.

³ R.D. Harbottle (Mercantile) Ltd. v. National Westminster Bank Ltd. [1977] 2 All E.R. citerat av H.N. Bennett s. 583

⁴ Edward Owen Engineering Ltd. v. Barclays Bank International Ltd. And Another [1978] Q.B. 159; Intraco Ltd. v. Notis Shipping Corp. Of Liberia (The Bhoja Trader) [1981] 2 Lloyd's Rep. 256.

⁵ Bolivinter Oil S.A. v. Chase Manhattan Bank N.A. [1984] 1 Lloyd's Rep. 251.

Nästa avtalstyp i denna rangordning är förmodligen remburs. Remburser, som är självständiga avtal, brukar inkludera presentation av flera dokument som har med det underliggande avtalet att göra. Det brukar vara transport- och försäkringsdokument och eventuellt vissa intyg och certifikat som står i samband med det underliggande avtalet. Det är klart att remburs är självständiga avtal och avlägsna från det underliggande avtalet men det som stipuleras i rembursvillkoren har ett specifikt samband med det underliggande avtalet. I ett rembursförhållande får båda parterna rikta egna invändningar mot varandra oavsett bestämmelserna i det underliggande avtalet. Subjektivitetsgraden är som sagt betydligt högre i remburs än i borgen eftersom tvister angående bedömningar av presenterade dokument är så frekventa. Rembursens avlägsna och självständiga position i förhållande till det underliggande avtalet har alltså resulterat i en ökad subjektivitetsgrad avseende parternas uppfattningar om rätt till betalning.

Den därpå följande avtalstypen i rangordningen kan vara olika självständiga garantier som förutom betalningskravet stipulerar att beneficenten skall överlämna ett intyg eller certifikat utfärdat av en utomstående person till banken. Denna avtalstyp är ännu mer avlägsen och självständig från det underliggande avtalet än rembursen eftersom den brukar kräva en mindre dokumentation än en remburs. Ändå har en sådan garanti ett specifikt samband med det underliggande avtalet. Ett intyg eller certifikat som skall överlämnas till banken kräver alltså ett visst agerande från en tredje part som skall utfärda det. Det är alltså inte endast beneficenten som avgör om garantin kan tas i anspråk, utan en utomstående person skall medverka i detta. När beneficenten presenterar ett sådant dokument till banken och kräver betalning kommer banken att göra en dokumentgranskning som också kan resultera i en tvist om dokumentet motsvarar det villkor som ställs i garantin. Bankens och beneficentens bedömning är också subjektiva och även i denna garantityp hittar man en lika hög subjektivitetsgrad som i remburs.

Den mest självständiga avtalstypen i denna rangordning är *demand* garantier där beneficenten själv avgör om ianspråktagande av garantin, utan påverkan av någon utomstående person. Det finns som sagt variationer i formuleringar av *demand* garantier så att beneficenten i vissa fall blir skyldig att förutom sitt betalningskrav till banken överlämna ett eget intyg innebärande att uppdragsgivaren brutit mot det underliggande avtalet. Beneficenten har således frihet att i sådana situationer själv avgöra att utfärda ett sådant skriftligt dokument eller inte. Beneficenten har en ännu större frihet i situationer där endast beneficentens betalningskrav till banken krävs för ianspråktagande av garantin, utan något skriftligt uttalande om motpartens eventuella avtalsbrott från hans sida. Det har i den föregående avdelningen visats att även om beneficenten missbrukar sin rätt vid ianspråktagande av garantin, är det väldigt svårt att hindra banken från att fullgöra betalning. Subjektivitetsgraden är alltså störst i fall av självständiga garantier och ger beneficenten möjlighet att även missbruka sin ställning.

Vad visar rangordningen ovan som kan vara av intresse för en jämförelse av de ovan nämnda avtalstyperna med avtal om kreditderivat? Rangordningen visar för det första att det alltid finns en relativt hög subjektivitetsgrad hos inblandade parter vid ianspråktagande av de nämnda säkerheterna. Det gäller både accessoriska och självständiga avtal, alltså både borgen, remburs och *demand* garantier. En borgenär och en gäldenär i det underliggande avtalet kan ha olika uppfattningar om vissa omständigheter och en tvist kan uppstå mellan dem på grund av deras subjektiva uppfattningar. Om det finns borgen i samband med gäldenärens förpliktelse blir borgensmannen bunden av gäldenärens uppfattning om den uppkomna situationen även om borgensmannen kanske har en annan uppfattning. Borgensmannen måste

alltså följa gäldenärens uppfattning och vänta på en tvistlösning om han vill få sin regressrätt bevarad i förhållande till gäldenären. Det subjektiva elementet är alltså inte uteslutet i ett borgensåtagande. Den omständigheten att borgen är ett accessoriskt avtal i förhållande till det underliggande avtalet påverkar inte det subjektiva elementet.

Det subjektiva elementet finns även i remburser där beneficenten och banken kan ha olika uppfattningar om den presenterade dokumentationen tillfredsställer rembursvillkoren. Det har redan konstaterats att en sådan oenighet mellan banken och beneficenten uppstår i mer än 50 procent av samtliga remburser vilket visar att det subjektiva elementet är särskilt starkt i denna avtalstyp. Rembursens självständiga natur och avlägsenhet från det underliggande avtalet utesluter inte parternas subjektivitet vid tolkning av rembursvillkor och dokumentationsgranskning.

Det subjektiva elementet existerar i hög grad även i *demand* garantier. Den korta framställningen ovan har visat att banker och uppdragsgivaren inte har något effektivt rättsmedel mot beneficentens subjektiva tolkning av garantivillkor och hans obefogade krav på betalning under en sådan garanti. Beneficentens rätt att göra egna bedömningar av situationen kan resultera i ett svikligt agerande som är svårt att bevisa eller motverka med existerande rättsmedel. Jämfört med övriga avtal verkar subjektivitetsgraden vara högst just i *demand* garantier. Anledningen till detta är själva konstruktionen av denna garantityp där endast en part får bestämma om ianspråktagande av garanti utan medverkan av motparten eller utomstående personer.

Rangordningen som gjorts ovan visar också hur borgen, remburs och *on demand* garantier utgör tre steg ifrån det underliggande avtalet. Avståndet från det underliggande avtalet ökar alltså vid varje steg från borgen till *demand* garanti. Man kan säga att ju större avståndet mellan det underliggande avtalet och det överliggande avtalet blir, desto större blir subjektivitetsgraden hos de inblandade parterna i det överliggande avtalet.

9.7 Kreditderivat och subjektivitet

Kreditderivat är ett avtal som också är självständig och avlägsen från det underliggande avtalet. Avtalsparter i ett avtal om kreditderivat behöver ju inte alls vara parter i det underliggande avtalet och de kan koppla sitt kreditderivatavtal till vilket underliggande avtal som helst. Även om en part varit avtalspart i det underliggande avtalet vid ingående av ett avtal om kreditderivat kan denna part överlåta det underliggande avtalet till en tredje part utan medverkan av motparten i kreditderivatavtalet. En skyddsköpare får alltså överlåta det underliggande avtalet utan skyddssäljarens samtycke och om han behöver tillbaka det underliggande avtalet för *Physical Settlement* kan han eventuellt köpa det igen på marknaden. Kreditderivats självständighet är ändå mindre än *demand* garantins självständighet från den underliggande betalningsförpliktelsen. Till skillnad från en beneficent som själv avgör om framställande av sitt betalningskrav kan en skyddsköpare kräva betalning från skyddssäljaren endast i fall när en eller flera *Credit Event* inträffat. En *Credit Event* är alltså ett villkor som måste vara uppfyllt för skyddsköparens betalningskrav. Hur fastställer avtalsparter att detta villkor blivit uppfyllt? Finns det några subjektiva element i denna bedömning?

Svaret på denna fråga är att avtal om kreditderivat i stort sett eliminerat det subjektiva elementet och har vänt utvecklingen i en annan riktning. Denna utveckling innebär i fall av avtal om kreditderivat införande av vissa objektiva element som aktiverar skyddsköparens rätt

att kräva betalning från skyddssäljaren. Införandet av de objektiva elementen möjliggör avtalets genomförande på det sätt som parterna tänkt sig från början.

De objektiva element som kännetecknar avtal om kreditderivat är formuleringar av *Credit Events* och metoden för deras fastställande genom *Publicly Available Information*. De långa formuleringar av *Credit Events* som analyseras i denna avhandling lämnar inte något större utrymme för eventuella tvister mellan avtalsparterna. Dessutom är det viktigt att händelser som utlöser skyddssäljarens betalningsförpliktelse formulerats som händelser, inte som den underliggande enhetens avtalsbrott. Objektiviteten i formuleringar av *Credit Events* ligger i det att *Credit Events* konstaterar ett faktum t.ex. *Bankruptcy*, *Failure to Pay* och liknande. *Credit Events* tolkas alltså inte som avtalsbrott eller någon annan försummelse som kan läggas den underliggande enheten till last. *Credit Events* uppfattas uteslutande som händelser under förutsättning att information om en eller flera händelser publiceras i media. Om det senare visar sig att den publicerade informationen varit osann påverkar denna omständighet inte existensen av en *Credit Event*. Samma gäller om t.ex. den underliggande enheten haft rätt att vägra betalning till sin motpart och senare vinner tvist i anledning av denna betalning mot motparten i domstolen. Domen i denna tvist påverkar varken existensen av en *Credit Event* eller uppgörelsen mellan skyddsköparen och skyddssäljaren i kreditderivatavtalet. Skyddsköparen som erhållit betalning från skyddssäljaren på grund av den publicerade informationen är inte skyldig att återbetala det erhållna beloppet när det visar sig att den underliggande enheten fått sin rätt fastställd i domstolen. Genom definitionerna av *Credit Events* och genom metoden för deras fastställande får alltså parterna i avtal om kreditderivat ingen möjlighet att göra sina egna bedömningar och tolkningar av de händelser som utgör *Credit Events*. Bedömningar och publicering i media sker utanför parternas kontroll och även om en part har bättre information om en händelse och kan bevisa att den publicerade informationen varit felaktig påverkar detta inte parternas rättigheter och skyldigheter enligt avtalet.

Objektiviteten i formuleringar av avtal om kreditderivat är ett uttryck för parternas behov av snabba transaktioner där de vill undvika långa diskussioner om vad som egentligen hänt i samband med en underliggande enhet. Man kan som ett exempel ta en bank som i egenskap av skyddsköpare köpt kreditriskskydd för en portfölj med t.ex. tvåhundra låneavtal kopplade till lika många underliggande enheter. Det är klart att varken banken eller skyddssäljaren har tid att göra omfattande utredningar om händelser kopplade till ett större antal underliggande enheter. Det är säkert att flera sådana utredningar skulle resultera i tveksamma slutsatser om hur dessa händelser skulle tolkas. Banken är i denna situation fokuserad på sin portfölj och vill erhålla ersättningen från skyddssäljaren så fort som möjligt efter att en eller flera *Credit Events* inträffat. Skyddssäljaren är å andra sidan fokuserad på sin inkomst, alltså premien som han erhåller från skyddsköparen, och den effekt som en utbetalning på grund av en eller flera *Credit Events* får i hans egen portfölj. Båda parterna vill alltså göra upp så fort som möjligt eftersom de drivs av portföljtänkande, inte av något stort intresse för de underliggande enheter som angivits i deras kreditderivatstransaktioner. Parterna måste också följa regler som reglerar deras verksamheter, bl.a. regler om kapitaltäckning vilket ytterligare påverkar dem att skaffa sig ett sådant kreditriskskydd där uppgörelsen sker snabbt och effektivt. Detta innebär att parterna snabbt måste komma överens om fullgörelse av sina förpliktelser enligt avtalet. En sådan överenskommelse är inte möjlig om parterna uppfattar och tolkar fakta på olika sätt dvs. om parternas subjektivitet uttrycker sig i olika positioner som de eventuellt tar vid bedömning av samma fakta. Om sådana subjektiva uppfattningar elimineras från avtalsmekanismen blir det möjligt för avtalsparterna att agera snabbt och fullgöra sina respektive förpliktelser. En klassisk lösning av denna situation är att acceptera en bedömning av en tredje opartisk person

som t.ex. i fall av garantier som kan tas i anspråk endast om en utomstående person intygat vissa relevanta fakta eller gjort en bedömning. Denna lösning har vissa nackdelar eftersom den tredje personen också uttrycker sin subjektiva syn eller uppfattning om vissa fakta. Den personen behöver också tid för sin egen utredning om relevanta fakta och utfärdande av intyget. Dessutom är det möjligt att den personen inte kan få information om allt som är relevant för det konkreta fallet. Det kan hända att information om de avgörande fakta som personen i fråga behöver för sin bedömning är sekretessbelagd eller att den informationen inte är tillgänglig av någon annan anledning. I sådana situationer kan den utomstående personen inte fullgöra sitt uppdrag vilket skulle hindra en skyddsköpare från att kräva betalning från skyddssäljaren. Lösningen med tredje personer i egenskap av opartiska bedömare visar sig alltså för komplicerad och osäker för avtalsparter som behöver snabba och effektiva uppgörelser.

Avtalsparter som ingår avtal om kreditderivat söker alltså en avtalsmekanism som möjliggör en snabb uppgörelse och minimerar parternas subjektiva tolkningar av händelser som utlöser betalningsförpliktelser. Denna mekanism har skapats i form av *Publicly Available Information* om en eller flera *Credit Events* som definierats i *ISDA Documentation*. Om sådan information publicerats av ett antal informationskällor finns det ingenting att diskutera mellan avtalsparterna. Det är inte nödvändigt att parterna har samma uppfattning om händelsen utan det räcker att *Publicly Available Information* kommit ut på det avtalade sättet. Man kan konstatera att den beskrivna avtalsmekanismen inför en objektiv metod för fastställande av avgörande fakta och i hög grad eliminerar parternas subjektiva bedömningar. Ändå är det möjligt att vissa oklarheter kan uppstå även vid tolkning av definitioner som används i *ISDA Documentation*. Analysen av den gamla definitionen av *Restructuring* från 1999, som analyseras senare i denna avhandling, är ett exempel på en oklarhet i *ISDA Documentation*. Vissa språkliga oklarheter kan också uppstå i avtal om kreditderivat, precis som i alla andra avtal. Av den anledningen kan man inte säga att avtal om kreditderivat åstadkommit absolut objektivitet vid fastställande av om *Credit Events* inträffat. Däremot kan man konstatera att det handlar om en hög grad av objektivitet.

Sådan objektivitet möjliggör alltså snabba uppgörelser mellan parterna eftersom de inte har mycket att diskutera när en eller flera informationskällor publicerar att en *Credit Event* inträffat, förutsatt att denna *Credit Event* varit inkluderat i avtalet. Det som är intressant och kanske kreativt i avtal om kreditderivat är att man undvikit klassiska avtalsmekanismer som t.ex. bedömningar av utomstående personer och använt sig av en metod som är ovanlig i avtalsrätten. Varken vanligt folk eller jurister brukar förlita sig helt på media och särskilt jurister brukar vara reserverade till information som publiceras i media. Det har visat sig många gånger att information om olika händelser i media inte varit helt korrekt. Att förlita sig endast på media som informationskälla verkar därför vara främmande för avtalsrätten som konstruerat olika andra avtalsmekanismer för fastställandet av fakta. Detta är en nyhet som är värd att uppmärksamma.

9.8 Objektivitet i avtal om kreditderivat och informationsteknologi

När man analyserar vilket slags objektivitet avtal om kreditderivat skapar i samband med metoden för fastställande av om *Credit Events* inträffat ser man att denna objektivitet inte nödvändigtvis återspeglar vad som hänt i verkligheten. Avtalsparter som ingår avtal om kreditderivat är helt medvetna om detta men accepterar ändå publicerad information som en verklig händelse istället för en riktig utredning om själva händelsen. Detta accepterar avtalsparterna helt medvetna om att publicerad information kan vara osann eller felaktig och

de accepterar även den risken. Man kan säga att mediernas information om verkligheten i detta fall ersätter verkligheten själv.

Är det fel att förlita sig på *Publicly Available Information* om vissa fakta? Spelar det någon roll om avtal om kreditderivat stipulerar att identisk *Publicly Available Information* skall vara publicerad av två eller flera informationskällor? Dessa frågor är i själva verket inte så svåra att svara på. Tar man hänsyn till informationsgranskning som nuförtiden utförs av nyhetsbyråer som anses vara pålitliga, särskilt de byråer som publicerar information från börser och liknande, kan man inte rikta någon allvarlig kritik mot riktigheten av denna typ av information. I dagens läge, när vissa globala nyhetsbyråer kan bli stämnda i olika länder för skadestånd för osann eller felaktig publicerad information satsar dessa nyhetsbyråer oerhört stora resurser på informationsgranskning. Dessutom finns det stark konkurrens även på informationsmarknaderna vilket också bidrar till att de produkter som dessa byråer levererar, alltså information, blir allt bättre. De flesta avtalsparter som ingår kreditderivattransaktioner har förmodligen inte sådana resurser och tillgång till egna informationskällor och därför är de beredda att betala för information från nyhetsbyråer och förlita sig på den. Om avtalsparterna dessutom begränsar *Publicly Available Information* till fakta som utgör *Credit Events* och utesluter subjektiva bedömningar av dessa fakta blir den publicerade informationen mycket väl användbar mellan parterna som en utlösande faktor för vissa förpliktelser i deras avtal.

Blir information som publicerats i flera pålitliga nyhetskällor mindre värd än en subjektiv uppfattning som en *beneficient* bildat angående sin rätt att kräva betalning under en *demand* garanti? Förmodligen inte eftersom den publicerade informationen har granskats av minst två oberoende informationskällor som dessutom inte har med den underliggande transaktionen att göra. Nyhetsbyråer vinner ingenting genom att publicera viss information medan en *beneficient* har ett starkt motiv för ianspråktagande av en *demand* garanti. Bedömer man objektivitetsgraden mellan en *beneficient* av en *demand* garanti och en oberoende nyhetsbyrå som inte vet vem som kommer att använda dess information och i vilket syfte, blir det klart att nyhetsbyråer tillhandahåller en mycket mer objektiv information.

Det är fritt för avtalsparter i en kreditderivattransaktion att välja och stipulera i *Confirmation* vilka *Public Sources*, dvs. informationskällor som publicerar affärsnyheter, de vill inkludera i sitt avtal. Om avtalsparterna inte anger dessa informationskällor stipulerar *Section 3.7* av *2003 ISDA Credit Derivatives Definitions* att ett antal namngivna globala nyhetsbyråer skall användas som *Public Sources* i ett sådant avtal. Bland dessa informationskällor inkluderar denna bestämmelse även de viktigaste informationskällorna från det land där den underliggande enheten har sitt säte.

Informationskällor som används nuförtiden brukar tillhandahålla affärsinformation till sina abonnerande informationsanvändare genom Internet i elektronisk form. Sådan information kommer snabbt till användarna som då kan agera lika snabbt och ställa krav på sina motparter i enlighet med avtal om kreditderivat. Sådana informationskällor existerar naturligtvis inte för kreditderivatens skull utan de har utvecklats tidigare för att tillhandahålla information från börser och liknande. Nuförtiden utökar dessa informationskällor sitt informationsutbud till bl.a. sådan information som används för fastställande av *Credit Events*. Förutom de globala nyhetsbyråerna som tillhandahåller en oerhört stor informationsmängd från hela världen finns liknande nyhetsbyråer på en nationell nivå i många länder. Dessa nyhetsbyråer tar också betalt för sin information eftersom det finns efterfrågan på affärsinformation på en nationell nivå. På detta sätt omfattar denna informationsverksamhet alltfler aktörer på olika marknader vilket utvidgar möjligheten att välja mellan dessa aktörer och inkludera dem i avtal om kreditderivat

i egenskap av underliggande enheter. Avtal om kreditderivat kan då kopplas även till sådana underliggande enheter som kanske är helt okända i en global ekonomi och därmed ointressanta för de stora globala nyhetsbyråerna. Utvecklingen av de tjänster som nyhetsbyråerna tillhandahåller kommer säkert att öppna möjligheter för ny information om kommersiella aktörer i hela världen och det är möjligt att denna utveckling resulterar i nya definitioner av *Credit Events*.

Man kan även tänka sig en annan utveckling där informationskällor som tillhandahåller information inte blir nyhetsbyråer utan kanske domstolar, kronofogdemyndigheter, revisionsbyråer eller banker. Olika register hos dessa institutioner kan via nätet bli informationskällor för t.ex. ansökningar om konkurs, stämningsansökningar, betalningsförelägganden eller någon annan information om aktörer som figurerar som underliggande enheter i olika avtal om kreditderivat. En stor del av denna information kan vara tillgänglig utan några som helst sekretessaspekter av en sådan informationsanvändning. Avtalsparter i ett avtal om kreditderivat kan då formulera *Credit Events* på ett annat sätt så att t.ex. existensen av ett eller flera betalningsförelägganden mot den underliggande enheten som överskrider ett visst belopp utgör en *Credit Event*. Endast detta faktum som alltså konstateras via Internet och inte genom ett intyg av någon myndighet är en lämplig *Credit Event* som säger mycket om den finansiella ställningen hos den underliggande enheten. På detta sätt skulle avtal om kreditderivat bli enklare och lämpligare för användning av ett större antal avtalsparter, kanske på en lokal nivå. Utvecklingen av Internet och olika Internettjänster kommer förmodligen att leda till en vidare utveckling av avtal om kreditderivat och förstärka deras koppling till informationsteknologi.

Den utveckling som beskrivits ovan behöver inte vara något revolutionerande i förhållande till dagens tillämpning av informationsteknologi när det gäller börstransaktioner, aktier i elektronisk form och annat som i dagens läge anses vara vanligt. Det som verkar vara svårt vid användningen av sådana informationskällor är att bevaka en stor informationsmängd och uppmärksamma förändringar i samband med underliggande enheter som kanske är formulerade som *Credit Events*. Men det finns säkert datafunktioner som kan underlätta även en sådan informationsbevakning.

Slutligen kan man återigen konstatera, att det viktigaste elementet för den jämförelse mellan olika avtalstyper som gjorts ovan är objektivitet vid bedömningen av omständigheter som aktiverar parternas rättigheter och skyldigheter. Denna objektivitet hittar man först i avtal om kreditderivat som är den senast utvecklade avtalstypen i denna avtalsgrupp. Denna objektivitet är huvudsakligen kopplad till informationsteknologi som möjliggör snabb och enkel tillgång till information. På detta sätt utgör alltså avtal om kreditderivat ett steg i utvecklingen inom den avtalsgrupp där det finns en underliggande förpliktelse och en betalningsförpliktelse som aktiveras i fall när den underliggande förpliktelsen inte fullgörs.

9.9 Slutsats – kreditderivats självständighet och objektivitet

Analysen ovan visar att kreditderivat inte är accessoriska avtal utan att dessa avtal hör till en grupp självständiga avtal som har en viss koppling till ett underliggande avtal. Avtalets självständighet i förhållande till det underliggande avtalet kan variera och kreditderivatets självständighet är inte identisk med t.ex. garantins självständighet. Det finns sådana självständiga garantier där en beneficent måste förebringa vissa dokument, förmodligen utfärdade av tredje personer, som ett villkor för att erhålla betalning från en bank eller en annan garantigivare. Det finns även sådana självständiga garantier där sådana villkor inte

finns och beneficenten har frihet att själv avgöra om han vill kräva betalning eller inte. Kreditderivatets betalningsmekanism baseras på publicering av information om en eller flera händelser som stipulerats i avtalet. Skyddssäljarens betalningsförpliktelse aktiveras på detta sätt oavsett om denna information är sann eller inte. En avtalsmekanism för utlösande av en betalningsförpliktelse som baseras på användning av media är ovanlig i obligationsrätten. Användning av denna betalningsmekanism eliminerar den subjektivitet som förekommer vid vissa andra självständiga avtalstyper, t.ex. rembursar eller olika garantityper. En publicering av en information i media är vanligtvis utanför parternas kontroll vilket tyder på att en sådan avtalsmekanism är objektiv i betydligt högre grad än de avtalsmekanismer som baseras på en subjektiv bedömning. Användningen av information som publiceras i media inom obligationsrätten väcker en intressant fråga om koppling av avtal till informationsteknologi. Denna fråga är inte ny eftersom det finns avtal som är helt beroende av denna teknologi som t.ex. avtal som ingås på börser. Koppling av informationsteknologi till privatförhandlade avtal som kreditderivat är en intressant utveckling som är värd att uppmärksammas.

10. KREDITDERIVAT – EN NY AVTALSTYP?

10.1 Inledning

Det har inledningsvis nämnts att kreditderivat anses vara en ny avtalstyp vilket är intressant eftersom nya avtalstyper inte uppkommer så ofta i avtalsrätten. När man börjar fundera över begreppet avtalstyp tänker man först på köp, byte, lån och liknande avtalstyper som fanns redan i romersk rätt. Är kreditderivat en så stor uppfinning i avtalsrätten att det förtjänar att likställas med de avtalstyper som har sin grund i romersk rätt? Svaret på denna fråga är nekande eftersom avtal om kreditderivat inte innehåller några juridiska element som inte sedan länge varit kända i olika rättsområden. Varför använder man då beteckningen för en ny avtalstyp för kreditderivat och för vissa andra avtal och i vilket sammanhang? Finns det några fasta kriterier för bedömningen av ett avtal som en särskild avtalstyp? Dessa frågor analyseras nedan.

10.2 Problemställning

Analysen består huvudsakligen av jämförelser med vissa existerande avtalstyper. Sådana jämförelser är i själva verket begränsade till vissa liknande avtalstyper och omfattar inte samtliga existerande avtal. Om man säger att kreditderivat är ett finansiellt avtal som behandlar kreditrisker finns det uppenbarligen ingen anledning att jämföra detta avtal med anställningsavtal eller avtal om fastighetsköp. Om jämförelsen begränsas endast till ett par liknande avtalstyper finns det anledning till försiktighet när det gäller användning av begreppet ny avtalstyp. Är det inte så att den avtalstyp som analyseras utgör en avtalstyp endast inom ett rättsområde eller inom en grupp eller en undergrupp av liknande avtal? Kan det nya avtalet vara endast en variation av en redan känd avtalstyp? Man kan även ställa frågan för vem denna avtalstyp är ny? Är det inte så att avtalsobjektet varit känt sedan länge och behandlats i vissa andra avtalstyper? Dessa frågor ger anledning till analys av begreppet avtalstyp och eventuella kriterier som gäller för bedömningen av ett avtal som en avtalstyp. Resultatet av denna analys skall utgöra grund för analysen om kreditderivat verkligen är en ny avtalstyp.

10.3 Begreppet avtalstyp

Begreppet avtalstyp används i litteraturen med två innebörder. Den första innebörden är att en avtalstyp omfattar en grupp av avtal som har några gemensamma element. Dessa element kan vara avtalsform, avtalsobjekt, rättsområde som vissa avtal tillhör eller något annat. Romersk rätt har fastställt ett antal avtalstyper enligt sådana kriterier. Dessa avtalstyper är t.ex. verbalavtal som var bindande om de ingåtts muntligen, realavtal där en sak överlämnades till motparten vid avtalsingåendet, konsensualavtal som ingicks genom parternas överenskommelse osv. Dessa avtalstyper omfattade flera olika enskilda avtal. Realavtal t.ex.

omfattade lån, förvaring och handpant, konsensualavtal omfattade köp, hyra, uppdrag osv.¹ Dessa enstaka avtal (köp, hyra, pant osv.) kallas i dagens läge också för avtalstyper² vilket inte skapar någon förvirring eftersom de är kända sedan länge och i de flesta fall är det möjligt att urskilja dem från varandra.

Det är möjligt att i dagens läge göra ett flertal olika klassificeringar av avtal och sedan beteckna dem som avtalstyper. Det finns t.ex. sådana avtal som är reglerade i lagen och sådana som inte är reglerade på detta sätt. Dessa två avtalsgrupper kan alltså betecknas som två avtalstyper. Det är inte säkert att detta kriterium bidrar till förståelsen av begreppet avtalstyp eftersom det finns avtalstyper som är reglerade i flera lagar. Ett exempel är köpeavtalet som är reglerat i köplagen³ konsumentköplagen,⁴ lag om avbetalningsköp mellan näringsidkare⁵ och flera andra avtalstexter.⁶ Köpeavtalet anses ändå vara endast en avtalstyp om man tillämpar den ovannämnda romerskrättsliga indelningen i avtalstyper som även nuförtiden accepteras.⁷

Det är oklart om t.ex. konsumentköp eller fastighetsköp kan kallas för särskilda avtalstyper. Om man ändå gör det är det svårt att argumentera mot det. Det är möjligt att beskriva konsumentköp som en särskild avtalstyp inom en avtalsgrupp som kan kallas för köpeavtal. Samma gäller t.ex. fastighetsköp. Begreppet avtalstyp kan alltså användas både som beteckning av en avtalsgrupp och för varje enstaka avtal inom denna grupp. För att undvika denna oklarhet skulle man kanske kunna uttrycka sig mer exakt. De avtal som utgör en avtalsgrupp skulle kunna kallas för en avtalstyp (t.ex. köp) och enstaka avtal inom denna grupp skulle kunna kallas för undertyper (t.ex. konsumentköp) men detta verkar vara alltför komplicerat och onödigt. Avtalsrätten är inte så exakt som vissa naturvetenskapliga grenar där sådana detaljerade klassificeringar är möjliga och önskvärda.

Även i litteraturen används begreppet avtalstyp både för avtalsgrupper och enstaka avtal inom dessa grupper. Inom t.ex. avtalstypen ”samarbetsavtal” hittar man avtalstyperna aktieägaravtal, agentavtal, återförsäljaravtal, kommissionsavtal, licensavtal och franchising.⁸ Det finns ingenting att invända mot användningen av begreppet avtalstyp på detta sätt eftersom det inte skapar svårigheter för förståelsen av olika avtal i materialet.

Det finns många andra sätt att klassificera avtal och beteckna dem som avtalstyper. En avtalsklassificering som används relativt ofta är indelning i kommersiella avtal och konsumentavtal. Denna klassificering är emellertid alltför generell eftersom man hittar t.ex. köp och lån inom båda avtalstyperna. Detta indelningskriterium bidrar alltså inte mycket till analysen av begreppet avtalstyp.

Det är möjligt att klassificera avtalstyper enligt rättsområden i t.ex. familjerättsliga, immateriellrättsliga, bolagsrättsliga och liknande avtal. Denna indelning verkar inte heller vara särskilt lämplig för denna analys eftersom vissa avtalstyper kan förekomma i flera olika

¹ D. Tamm, Romersk rätt och europeisk rättsutveckling, 2 uppl., Stockholm, 1993, s. 112 ff

² A. Adlercreutz, Avtal, Lärobok i allmän avtalsrätt, 11 uppl., Stockholm, 2000, s. 14.

³ köplag (1990:931)

⁴ konsumentköplag (1990:932)

⁵ lag (1978:599) om avbetalningsköp mellan näringsidkare

⁶ Bland annat lag (2000:274) om konsumentskydd vid distansavtal och hemförsäljningsavtal; lag (1964:528) om tillämplig lag beträffande internationella köp av lösa saker; lag (1987:822) om internationella köp osv.

⁷ A. Adlercreutz, Avtal, Lärobok i allmän avtalsrätt, 11 uppl., Stockholm, 2000, s. 14.

⁸ C. Ramberg, Kontraktstyper, Stockholm, 2005, s. 231-287.

rättsområden. Ett exempel kan vara uthyrnings- och utlåningsavtal som finns inom t.ex. upphovsrätten,¹ fastighetsrätten, obligationsrätten osv.

Den första innebörden av begreppet avtalstyp, där detta begrepp omfattar en grupp av avtal som har några gemensamma element, är alltså alltför bred och oklar för analysen av om kreditderivat är en ny avtalstyp. Denna innebörd av begreppet avtalstyp skulle kanske kunna ligga till grund för klassificeringen av kreditderivat inom avtalstypen finansiella avtal men denna slutsats är inte särskilt långtgående. Analysen av kreditderivat som en påstådd ny avtalstyp kräver alltså mer konkreta kriterier för bedömning.

Den andra innebörden av begreppet avtalstyp verkar vara ännu mindre klar än den första. Med detta menas begreppet avtalstyp som man i svensk litteratur hittar i olika sammanhang utan att det blivit definierat. Enligt Adlercreutz finns det olika avtalstyper "såsom köp, hyra, pant" vilka "tjänar som rubriker under vilka avtal kan inpassas allt efter vilket slags rättslig relation som avtalet avser att etablera eller anknyta till."² Dessa avtalstyper används som en utfyllningsmetod vid avtalstolkning, bland andra utfyllningsmetoder. Genom bestämmandet av avtalstyp placeras ett konkret avtal i en "rättslig miljö" där det finns rättsregler som är typiska för denna avtalstyp och tillämpliga på avtalsförhållandet.³ I den äldre litteraturen finns Schmidts⁴ liknande uppfattning om avtalstypernas roll vid avtalstolkning. De olika avtalstyperna, som i detta fall kallas för typfall, anses inte givna en gång för alla. Schmidt anser att nya avtalstyper skapas "undan för undan".

Användningen av begreppet avtalstyp på det sätt som beskrivits ovan, utan förklaring av vad detta begrepp innebär, ger inte mycket hjälp för bedömningen av vad som utgör en ny eller en särskild avtalstyp. Det finns inte någon anledning att kritisera användningen av olika avtalstyper som utfyllningsmetod men det skulle vara lättare att förstå denna metod om man förklarar vad själva begreppet avtalstyp i detta sammanhang innebär.

Avslutningsvis kan man konstatera att innebörden av begreppet avtalstyp är oklar i litteraturen. I de flesta sammanhang där begreppet avtalstyp använts verkar det vara så att avsikten var att urskilja ett avtal från några andra avtal. Det finns emellertid inga fasta kriterier för bedömningen av om ett avtal skiljer sig så pass mycket från andra avtal, att just det avtalet skulle kunna kallas för en avtalstyp. Begreppet avtalstyp används alltså i olika sammanhang med varierande innebörd vilket inte ger en säker grund för bedömningen av om kreditderivat är en ny eller en redan känd avtalstyp. Även om beteckningen "ny avtalstyp" används för kreditderivatavtal kan man inte utgå från att det verkligen är så.

10.4 Begreppen avtal sui generis och avtalskoncept

I litteraturen hittar man ibland begreppet avtal sui generis som används som beteckning för ett avtal som skiljer sig från vissa andra avtal. Egentligen kan man inte hitta någon avgörande skillnad mellan detta begrepp som betyder "av sitt slag" och begreppet avtalstyp. Dessutom hittar man begreppet avtalskoncept och vissa andra begrepp som antagligen används med samma betydelse som begreppen sui generis och avtalstyp.

¹ J. Rosén, Upphovsrättens avtal; kännemärken och rättsregler, Stockholm, 1998, s. 16.

² A. Adlercreutz, Avtal, Lärobok i allmän avtalsrätt, 11 uppl., Stockholm, 2000, s. 14.

³ A. Adlercreutz, Avtalsrätt II, 5 uppl., Stockholm, Lund 2001, s. 15-16.

⁴ F. Schmidt, Typfall, partsavsikt och partsculpa, Riktpunkter för avtalstolkning, Svensk Juristidning 1959, s. 505 ff

I svensk litteratur hittar man ett försök att fastställa vissa kriterier som grund för att betrakta ett avtal som *sui generis*. Detta försök avser licensavtalet¹ och kriterier som anses vara avtalsobjektets rättsliga egenskaper, avtalets syfte, allmänna obligatoriska regler, analogier från andra avtalstyper om sådana kan vara motiverade, vanliga regler för avtalstolkning och i rättspraxis utbildade särskilda regler för licensavtal. Dessa kriterier kritiserades av Hellner² som ansåg att med hänsyn till ”alla de varianter som förekommer i nutida standardavtal skulle antalet avtal *sui generis* bli oöverskådligt stort.” Därför ansåg Hellner att de ovan nämnda kriterierna utgör en ”manöver” genom vilken inte mycket är vunnet. Hellner beskrev *sui generis* avtal som vissa avtal som inte passar under ”de hävdvunna typerna”. I övrigt angav Hellner liknande kriterier för fastställande av avtalstyper som nämnts ovan. Dessa kriterier är reglering i lagen och ett antal gemensamma element som ”ger skäl att tala om en avtalstyp”. Hellners förklaring av begreppet avtalstyp och kritik av den nämnda metoden bidrar inte med något nytt i analysen av innebörden av begreppet avtalstyp eller begreppet avtal *sui generis*. En jämförelse av ett konkret avtal med ”de hävdvunna typerna” verkar inte vara en metod som ger ett tillfredsställande resultat. Problemet med detta uttryck är att det saknas förklaring om vilka avtalstyper som betraktas som hävdvunna och av vem. Förmodligen omfattar dessa hävdvunna avtalstyper endast de tre eller fyra romerskrättsliga avtalstyperna som nämnts av Adlercreutz vilket inte räcker för denna analys.

I denna avhandling har olika typer av garantier jämförts med avtal om kreditderivat. Bland dessa garantier har också självständiga eller *demand* garantier nämnts och delvis analyserats. Eftersom självständiga garantier har vissa likheter med kreditderivat kan man med ett exempel illustrera en förvirring kring användningen av olika termer som betecknar självständiga garantier. Det finns nämligen en uppfattning innebärande att dessa självständiga garantier är ett avtal *sui generis*.³ I samma text finns det en slutsats innebärande att självständiga garantier skiljer sig från övriga ”*concepts*”. Vidare i samma text kallas de självständiga garantierna även för ett nytt fenomen och för ”*novel technique*”. På detta sätt får vi nya begrepp som har samma betydelse som begreppet avtalstyp. De nya begreppen är alltså ”avtal *sui generis*”, ”koncept” (förmodligen avtalskoncept), ”nytt fenomen” och ”ny teknik”. Man kan även tillägga begreppet ny finansiell produkt som ibland används av jurister och mycket oftare av icke-jurister. Allt detta skapar inte några svårigheter i en text eller i ett sammanhang eftersom det inte brukar vara svårt att förstå vad som menas med dessa ord. Terminologin blir däremot oklar om man försöker söka en allmän betydelse av dessa begrepp.

Engelsk litteratur ger inte heller något nytt i denna diskussion eftersom begreppet avtalstyp för det mesta används i samband med olika klassificeringar av avtalstyper.⁴ Dessa klassificeringar liknar de klassificeringar som nämnts ovan i samband med svensk rätt. Enligt den engelska klassificeringen finns det också indelning i giltiga och ogiltiga avtalstyper. Denna indelning är inte relevant i denna analys som förutsätter att avtalstyper som analyseras är giltiga.

10.5 Bedömningen av om kreditderivat är en ny avtalstyp

Eftersom det inte finns fasta kriterier för bedömningen av om ett avtal utgör en särskild avtalstyp är det nödvändigt att fastställa vissa kriterier för vad som utgör en konkret bedömning av ett avtal. Syftet med detta är att begränsa räckvidden av slutsatserna av en

¹ C. Sandgren, Patentlicenser, Stockholm, 1974, s. 117.

² J. Hellner, Speciell avtalsrätt, Kontraktsrätt, 3 uppl., 1 häftet, Särskilda avtal, s.26

³ R.F. Bertrams, s. 68.

⁴ J. Chitty, The Law on Contracts, Volume I, General Principles, 29 uppl., London, 2004, para 1-057 till 1-074.

sådan bedömning till de omständigheter som analyserats och inte hamna i alltför ambitiösa slutsatser som gäller avtalsrätten generellt. Syftet med följande bedömning är alltså inte att placera kreditderivat inom en avtalsgrupp genom en slags klassificering. Med detta menas de olika klassificeringskriterier som nämnts ovan som t.ex. avtalsform, reglering i lagen och liknande. Slutsatsen att kreditderivat kan vara både en muntlig eller en skriftlig avtalstyp ger inte mycket material för denna bedömning. Den omständigheten att kreditderivat är en avtalstyp som inte är reglerad i lagen är inte heller av avgörande betydelse för om detta avtal kan kallas för en särskild avtalstyp eller inte.

Den metod som tillämpas för att försöka svara på frågan om kreditderivat är en särskild avtalstyp är jämförelse med liknande avtal. Om resultatet av denna jämförelse visar att kreditderivatets viktigaste egenskaper är gemensamma med ett annat liknande avtal så att dessa två avtal kan likställas kan inte kreditderivat kallas för en ny avtalstyp. Om resultatet visar några betydande skillnader kan man eventuellt acceptera att detta avtal är något nytt men endast i förhållande till de liknande avtal som använts i jämförelsen. Resultatet av denna analys är alltså begränsat och det avser endast de tre avtal som redan jämförts i denna avhandling med kreditderivat. Dessa avtal är kreditförsäkring, garanti och spel.

Jämförelser mellan kreditderivat och de tre ovan nämnda avtalen har redan gjorts i denna avhandling och slutsatserna av dessa jämförelser skall inte upprepas i sin helhet i detta kapitel. Kortfattat kan man nämna att kreditderivat och kreditförsäkring skiljer sig därför att kreditförsäkring ersätter förlust eller skada vilket kreditderivat inte gör. En skyddsköpare får ingå kreditderivat utan att äga det underliggande instrumentet och utan att ha något som helst avtalsförhållande med den underliggande enheten medan en försäkringstagare måste ha ett försäkringsbart intresse både vid avtalsingåendet och under hela avtalstiden. Dessa skillnader anses vara större än likheterna mellan dessa två avtal vilket leder till slutsatsen att kreditderivat och kreditförsäkring inte kan likställas. Kreditderivatets jämförelse med borgen visar också på betydliga skillnader. De viktigaste skillnaderna är borgens accessoritet och kreditderivats självständighet i förhållande till den underliggande betalningsförpliktelsen och borgensmannens regressrätt i förhållande till gäldenären som inte existerar i kreditderivat. I förhållande till självständiga garantier visar sig skillnader mellan dessa två avtal i beneficentens rätt att kräva betalning från garantisten och skyddsköparens rätt att kräva betalning från skyddssäljaren. Beneficentens rätt är mycket mer självständig från huvudförbindelsen än skyddsköparens rätt att kräva betalning under ett kreditderivatavtal som är villkorad av inträffandet av en eller flera *Credit Events*. Dessutom agerar en bank i egenskap av garantist på uppdrag av en tredje person som kallas för uppdragsgivare. Sådana tredje personer finns inte i kreditderivatavtal. När det gäller spel och vadhållning är den enda likheten mellan dessa avtal och kreditderivat omständigheten att en part kan vinna medan den andra parten kan förlora. Denna omständighet som förekommer i många andra avtalstyper ger inte tillräcklig grund för likställande av dessa avtal.

Det är möjligt att göra jämförelser mellan kreditderivat och de tre avtalen på en mer generell nivå, med användning av några generella kriterier som nämnts ovan i samband med diskussionen om avtal *sui generis*.¹ Ett kriterium som nämnts i detta sammanhang är avtalsobjekt vilket i fall av kreditförsäkring, kreditderivat och många garantier alltid är en kreditrisk. Ett gemensamt avtalsobjekt visar sig i detta fall som ett alltför generellt kriterium. I denna jämförelse ger avtalsobjektet varken anledning att likställa eller att urskilja dessa tre avtal.

¹ C. Sandgren, Patentlicenser, Stockholm, 1974, s. 117.

Ett annat generellt kriterium som nämnts ovan är avtalets syfte som också kan testas i samband med kreditderivat, kreditförsäkring, garanti och spel. Syftet med kreditderivat kan variera mellan spekulation, säkerhet och portföljbalansering. Kreditförsäkring och garanti brukar inte ingå i spekulationssyfte utan med säkerhetssyfte men någon portföljbalansering är förmodligen möjlig även med användning av dessa två avtalstyper. Spekulation kan ha mycket gemensamt med spel vilket tyder på likheter mellan kreditderivat och spel. Det framgår alltså att kreditderivats varierande syfte inte skiljer sig tillräckligt från de övriga avtalens syften. Detta är också ett alltför generellt kriterium som inte kan leda till en konkret slutsats i denna fråga.

Ett annat kriterium som nämnts ovan är ”allmänna obligatoriska regler” och ”analogier från andra avtalstyper.”¹ När det gäller tvingande lagstiftning, om den är att betrakta som obligatoriska regler, har denna lagstiftning analyserats i de föregående kapitlen. Denna analys har inte resulterat i några konkreta slutsatser avseende frågan om kreditderivat är en särskild avtalstyp.

När det gäller analogier från andra avtalstyper kan man analysera parternas prestationer i kreditderivatavtal för att se om de utgör något nytt eller något speciellt i förhållande till parternas prestationer i de tre övriga avtal som använts för jämförelse. De prestationer som avtalsparter är skyldiga varandra i ett kreditderivatavtal är betalningar precis som i fall av kreditförsäkring, garanti eller spel. En skyddsköpare betalar premien till skyddssäljaren och det gör också en försäkringstagare till försäkringsgivaren. En bank tar betalt för utställande av en garanti men inte från garantitagaren utan från sin uppdragsgivare. En spelare betalar sin insats till spelanordnare om det handlar om spel som organiseras med tillstånd. Motparten i samtliga dessa avtal dvs. skyddssäljaren, försäkringsgivaren, spelanordnaren och banken eller borgensmanen skall utbetala vissa belopp under vissa villkor som kan stipuleras på olika sätt. Detta är alltså inget speciellt för kreditderivat. Användning av media i kreditderivat med syfte att fastställa att en händelse inträffat är ovanlig men media har i detta fall funktionen av en tredje utomstående person. En tredje person figurerar även i vissa garantier där garantitagaren eventuellt måste presentera ett expertutlåtande och det är möjligt att utlåtanden av tredje personer inkluderas även i vissa försäkringsavtal. Användning av media för fastställande av *Credit Event* är alltså inte ett så pass kreativt element i kreditderivat att det skulle kunna resultera i klassificeringen av detta avtal som en ny avtalstyp. Detta kriterium visar sig också vara alltför generell för att leda till ett konkret resultat vid bedömningen av om kreditderivat är en särskild avtalstyp.

I detta sammanhang kan man nämna kreditderivatets terminologi som är oklar och ibland även förvirrande. Själva namnet kreditderivat hjälper inte att urskilja kreditderivat från vissa andra avtalstyper. Ordet kreditderivat kommer från det engelska ordet *derive* och betecknar ett avtal som får sitt innehåll från ett annat avtal som innehåller en kredit. Denna omständighet finns även i kreditförsäkring och garanti som också kan kallas för kreditderivat. Både kreditförsäkring och garanti står i relation till ett annat avtalsförhållande som innehåller kredit. Den viktigaste typen av kreditderivat kallas för *credit default swap* vilket indikerar att det handlar om ett bytesavtal. Om man antar att parterna utbyter två betalningsförpliktelser är frågan vad som utgör skyddssäljarens motprestation om en *Credit Event* aldrig inträffar. Skyddssäljaren betalar i så fall ingenting och då blir det inget byte mellan parterna. Även om avtalet kallas för byte kallas parterna för köpare och säljare och då undrar man om avtalet är

¹ C. Sandgren, Patentlicenser, Stockholm, 1974, s. 117.

ett köp eller ett byte. Egentligen kallas parterna för skyddsköpare och skyddssäljare endast i litteraturen och i vanligt språkbruk men i *ISDA Documentation* kallas de för *Fixed Rate Payer* och *Floating Rate Payer*. Dessa beteckningar är inte heller särskilt originella och skapar inte mer klarhet i kreditderivatets terminologi.

10.6 Slutsats – kreditderivat som ett särskilt avtal

I analysen ovan har kreditderivat jämförts med tre konkreta avtalstyper och denna jämförelse har uppvisat betydliga skillnader mellan kreditderivat och kreditförsäkring, kreditderivat och garanti och kreditderivat och spel. Utifrån dessa konkreta jämförelser och utifrån de fastställda skillnaderna är det möjligt att konstatera att kreditderivat inte är att likställa med något av de tre nämnda avtalen. Denna slutsats ger anledning att beteckna kreditderivat som en särskild avtalstyp i förhållande till dessa tre avtal. Samma slutsats ger också anledning att beteckna kreditderivat som en ny avtalstyp i förhållande till dessa tre avtal eftersom kreditderivatet uppkommit senast. Denna slutsats begränsas alltså endast till denna jämförelse och omfattar inte några andra avtalstyper eller diskussion om vad som utgör en avtalstyp i avtalsrätten.

Bedömningen av kreditderivat utifrån vissa generella kriterier ger inte ett tillräckligt underlag för slutsatsen om kreditderivat är en särskild avtalstyp i förhållande till de tre ovan nämnda avtalen. Utifrån dessa generella kriterier verkar kreditderivat vara ett avtal där man inkluderat flera obligationsrättsliga, insolvensrättsliga och avtalsrättsliga element, kombinerat dem med användning av informationskällor och förklarat denna blandning för en avtalstyp. Inget av dessa element utgör egentligen något nytt i obligationsrätten eller avtalsrätten och kreditderivat ger alltså inget nytt om det betraktas som en enkel samling av dessa element. Det som kan betraktas som nytt är i själva verket kombinationen av de olika element som nämnts ovan. Dessa element har aldrig kombinerats på detta sätt tidigare och om det finns något kreativt i kreditderivat är det en ny samverkan mellan de redan kända avtalselementen. Denna nya avtalskonstruktion ger parterna nya möjligheter att agera på ett sätt som inte är möjligt för avtalsparter i de tre jämförda avtalen.

DEL II

KREDITDERIVATETS DOKUMENTATIONSPROBLEM

1. TOLKNING AV NÅGRA VIKTIGARE DEFINITIONER

1.1 Inledning

2003 ISDA Credit Derivatives Definitions är ett omfattande dokument på nästan 60 sidor där omkring 130 definitioner finns. Definitionerna är egentligen avtalsbestämmelser som reglerar olika situationer och parternas rättigheter och skyldigheter. De viktigaste definitionerna reglerar *Credit Events*, vilka är händelser som utlöser skyddssäljarens betalningsförpliktelse, och *Cash-* och *Physical Settlement*, vilka är två uppgörelsemetoder som följer inträffandet av en *Credit Event*. Nedan analyseras definitionerna som reglerar *Credit Events*, uppgörelsemetoder samt några av de viktigaste definitionerna som är nödvändiga för förståelse av den komplicerade avtalsstruktur som kännetecknar avtal om kreditderivat.

1.2 Problemställning

Avtal om kreditderivat är komplicerade transaktioner och *ISDA Documentation*, särskilt definitionerna, innehåller många finesser som inte är lätta att förstå. Denna avtalstyp ger en skyddsköpare möjlighet att kräva betalning från skyddssäljaren i situationer som kan uppfattas som ovanliga och som väsentligt skiljer sig från liknande avtalstyper som analyserats i denna avhandling. Det har redan i denna avhandling konstaterats att syftet med kreditderivat inte är att ersätta en förlust och detta förstår man när man analyserar de komplicerade avtalsmekanismer som regleras i definitionerna. Definitionernas komplicerade mekanismer, som också präglas av vissa svagheter, är den första anledningen till att analysera de viktigaste definitionerna.

Den andra anledningen till den följande analysen är att definitionerna, som ibland är omfattande avtalsbestämmelser, inte testats tillräckligt i praktiken. Det finns endast ett rättsfall som behandlat tolkningen av den gamla definitionen från 1999 som reglerar fysisk uppgörelse. Allt detta skapar en viss osäkerhet hos avtalsparter som inte kan vara säkra på om de t.ex. behöver inkludera samtliga *Credit Events* i sina avtal eller om de kan känna sig säkra med endast två eller fyra av dem. Basel II dokumentet föreskriver t.ex. endast tre *Credit Events* men man kan inte vara säker på att dessa tre *Credit Events* täcker samtliga kreditrisker i ett konkret avtal. Det kan vara nödvändigt att inkludera samtliga definierade *Credit Events* och eventuellt avtala om ytterligare ett par nya *Credit Events* för att täcka riskerna i det konkreta avtalet. Analysen och förklaringen av vissa effekter av vissa *Credit Events* som följer nedan är nödvändiga för en bättre förståelse av dessa komplicerade avtalsbestämmelser. I samband med denna analys analyseras nedan även vissa svagheter med dessa avtalsbestämmelser.

Användningen av *Publicly Available Information*, som är en viktig avtalsmekanism, behöver också flera klargöranden. Oklarheter i en sådan publicerad information kan skapa problem för avtalsparter som det visat sig i fall av *Restructuring* som analyserats i det föregående kapitlet. En analys av denna definition följer också nedan.

Det finns händelser som kan resultera i att ett kreditderivatavtal blir omöjligt att genomföra. En sådan händelse är t.ex. att den underliggande enheten upphör att existera genom vissa statusändringar under avtalstiden. Den situationen måste förutses och regleras på något sätt. Det finns t.ex. situationer där skyddssäljaren av olika skäl inte kan överlåta det underliggande instrumentet på skyddssäljaren vilket utgör ett hinder för en fysisk uppgörelse. Sådana situationer skapar problem och osäkerhet vid tillämpning av definitionerna och de behöver också en reglering som finns i en av definitionerna som analyseras nedan. Just denna definition är omfattande och komplicerad och har kritiserats i litteraturen.

Erfarenheten av tillämpningen av kreditderivat, särskilt under de ekonomiska kriserna i Asien och Ryssland 1998, har visat ett antal områden inom kreditderivattransaktionerna som är viktigare än andra. Dessa områden är formulering av *Credit Events*, användningen av *Publicly Available Information* för fastställande av om en eller flera *Credit Events* inträffat och tillämpning av de två uppgörelsemetoderna.¹ Detta är anledningen till att just dessa definitioner har valts för den följande analysen.

2003 ISDA Credit Derivatives Definitions är ett väldigt svårläst dokument därför att definitionerna är skrivna på ett komplicerat sätt så att en mening inkluderar ett stort antal bisatser och uppräkningspunkter. Dessutom är uppräkningspunkterna indelade i flera punkter som i sin tur kan vara ytterligare indelade i flera punkter. Detta gör att det är väldigt svårt att följa texten för en läsare som inte har förkunskap om dessa definitioner och avtal om kreditderivat.

I följande avdelningar har endast ett mindre antal definitioner blivit citerade i fotnoter. Det handlar om de definitioner som är viktigast för förståelsen av avtal om kreditderivat. Samtliga citat är begränsade till det väsentliga för kommentar och analys av denna definition så att i vissa fall citatet inte omfattar definitionens hela text. De övriga definitionerna, som också är viktiga vid avtalsingående och vid fullgörande av avtalsförpliktelser, är i de flesta fall väldigt detaljerade och de är inte nödvändiga för analysen i denna avhandling. Av den anledningen kan man i de citerade definitionerna hitta vissa engelska begrepp skrivna med stora bokstäver som inte kommenteras i texten. I sådana fall handlar det om sådana begrepp som inte har någon större betydelse för analysen och förståelsen av den citerade definitionen.

1.3 *Credit Events*

Credit Events som definieras i *2003 ISDA Credit Derivatives Definitions* var den mest omdiskuterade delen av de gamla *1999 ISDA Credit Derivatives Definitions*. Det beror på att handeln med kreditderivat är världsomfattande och att definitionerna försöker definiera vissa begrepp på så sätt att de omfattar samtliga liknande företeelser i samtliga tänkbara jurisdiktioner. Detta gör att dessa definitioner ibland är väldigt långa men det är inte säkert att de alltid åstadkommer den tänkta effekten. I olika jurisdiktioner kan vissa företeelser få väldigt olika former, vilket kan resultera i tolkningstvister mellan avtalsparterna i kreditderivattransaktioner, om just en konkret företeelse omfattas av en definition i avtalet. När det gäller erfarenheten av tillämpning av definitioner om *Credit Events* i den föregående perioden kan man konstatera att särskilt definitionen av *Restructuring* i de gamla *1999 ISDA Credit Derivatives Definitions* blev oklar, vilket analyserats i det föregående kapitlet.

¹ M. Hughes, *Areas of Legal Risk in Sovereign-Linked Credit Derivatives*, publicerad i *Credit Derivatives, Law, Regulation and Accounting Issues*, Redaktör A. Hudson, London, 1999, s. 64.

I de nya 2003 ISDA *Credit Derivatives Definitions* finns det sex olika definitioner av *Credit Events* vilka är *Bankruptcy*, *Obligation Acceleration*, *Obligation Default*, *Failure to Pay*, *Repudiation/Moratorium* och *Restructuring*. Samtliga dessa *Credit Events* analyseras separat nedan. Det är värt att påminna att dessa *Credit Events* alltid avser den underliggande enheten eller *Reference Entity*, alltså inte avtalsparterna. En underliggande enhet är i de flesta fall en juridisk person vars kredit avser ett konkret avtal om kreditderivat. Ibland formulerar avtalsparter ytterligare några *Credit Events*, vanligtvis kallade för *Downgrade* och *Credit Event Upon Merger*. Dessa två *Credit Events* fanns i ISDAs *long - form Confirmation* från 1998 men blev inte inkluderade i de senare definitionerna från 1999 och 2003. Även dessa *Credit Events*, som också avser den underliggande enheten, analyseras kort i följande avdelningar.

1.3.1 *Credit Events* förhållande till vissa rättsliga påföljder

När man fastställer om en *Credit Event* inträffat är det väldigt viktigt att denna bedömning inte påverkas av eventuella invändningar om t.ex. ogiltigheten av den underliggande transaktionen eller av det faktum att en part bestrider motpartens krav under den underliggande transaktionen med åberopande av vissa rättsliga eller icke-rättsliga argument. Detta definieras i *Section 4.1*¹ av 2003 ISDA *Credit Derivatives Definitions* på så sätt att en händelse som utgör en *Credit Event* skall betraktas och fastställas som *Credit Event* oavsett om den underliggande enheten bestrider denna *Credit Event* på grund av en brist eller en påstådd brist av rättskapacitet eller brist på fullmakt för en av parterna att ingå *Obligation* dvs. den underliggande obligationen. Detta gäller även ogiltighet eller en påstådd ogiltighet av den underliggande obligationen eller den omständigheten att fullgörande av den underliggande obligationen blivit omöjlig. En händelse som utgör en *Credit Event* skall betraktas på detta sätt även i fall när den underliggande enheten bestrider den underliggande obligationen och som stöd för detta åberopar en lag eller en annan föreskrift eller åberopar en ny praxis från en domstol eller en annan myndighet. Samma gäller om den underliggande enheten bestrider den underliggande obligationen genom åberopande av nya regler om valutarestriktioner, kapitalrestriktioner eller andra restriktioner som införts av finansmyndigheter eller andra myndigheter.

Det är viktigt att konstatera att en *Obligation* inte är identisk med den underliggande transaktionen. En *Obligation* utgör snarare en betalningsförpliktelse från den underliggande transaktionen där en *Credit Event* kan inträffa genom t.ex. en utebliven betalning eller en annan underlåtenhet att fullgöra en förpliktelse. I fall av en utebliven betalning av en *Obligation* är detta den utlösande faktorn som aktiverar skyddssäljarens betalningsförpliktelse mot skyddsköparen. Eftersom avtal om kreditderivat är relativt avlägsna från den

¹ Engelsk text: Section 4.1 Credit Event. "Credit Event" means, with respect to a Credit Derivative Transaction, one or more of Bankruptcy, Failure to Pay, Obligation Acceleration, Obligation Default, Repudiation/Moratorium or Restructuring, as specified in the related Confirmation. If an occurrence would otherwise constitute a Credit Event, such occurrence will constitute a Credit Event whether or not such occurrence arises directly or indirectly from, or is subject to a defence based upon: (a) any lack or alleged lack of authority or capacity of a Reference Entity to enter into any Obligation or, as applicable, an Underlying Obligor to enter into any Underlying Obligation, (b) any actual or alleged unenforceability, illegality, impossibility or invalidity with respect to any Obligation or, as applicable, any Underlying Obligation, however described, (c) any applicable law, order, regulation, decree or notice, however described, or the promulgation of, or any change in, the interpretation by any court, tribunal, regulatory authority or similar administrative or judicial body with competent or apparent jurisdiction of any applicable law, order, regulation, decree or notice, however described, or (d) the imposition of, or any change in any exchange controls, capital restrictions or any other similar restrictions imposed by any monetary or other authority, however described.

underliggande transaktionen blir avtalsparterna, i de flesta fall, inte intresserade av några andra förpliktelser som stipulerats i den underliggande transaktionen. Det som är mest intressant för avtalsparterna är en eller flera betalningsförpliktelser eller andra förpliktelser som definieras och kallas för *Obligation* och huruvida de blir fullgjorda vid förfallodagen. Begreppet *Obligation*, vars definition också finns i *2003 ISDA Credit Derivatives Definitions*, är alltså korrekt och skall användas och förklaras närmare senare i texten. Begreppet *Reference Obligation* har en liknande innebörd och skiljer sig från begreppet *Obligation* avseende tillämpning av två olika uppgörelsemetoder. Denna skillnad behandlas senare i texten.

Det är intressant att analysera vilken betydelse *Section 4.1* har för avtalsparter som ingår ett avtal om kreditderivat. Man kan som exempel ta ett lån av den underliggande enheten och återbetalning av detta lån enligt en betalningsplan med fastställda förfallodatum. Återbetalningsförpliktelse avseende detta lån utgör i detta fall den underliggande *Obligation* av den underliggande enheten. En *Credit Event* inträffar i samband med detta lån om en delbetalning uteblir. Denna *Credit Event* utlöser skyddssäljarens betalningsförpliktelse i förhållande till skyddsköparen oavsett om den underliggande enheten har ett rättsligt stöd att vägra denna betalning eller inte. Eventuella invändningar och betalningsvägran av den underliggande enheten är kanske helt i enlighet med låneavtalet. Dessa invändningar har kanske blivit resultatet av att långivaren inte uppfyllt sina förpliktelser eller någon annan omständighet för vilken det finns stöd i lag. Den underliggande enheten har kanske fullgjort denna betalning men Centralbanken i det land där den underliggande enheten har sin hemvist har stoppat betalningen på grund av nyinförda valutarestriktioner. Det kan finnas många andra berättigade anledningar till att den underliggande enheten inte fullgjort sina betalningsförpliktelser i förhållande till långivaren. Det lagstöd som den underliggande enheten åberopar gäller sålunda måhända mot långivaren enligt låneavtalet, men det gäller inte i avtalet om kreditderivat, alltså avtalet mellan skyddsköparen och skyddssäljaren. Samtliga dessa invändningar och bestridanden är helt irrelevanta för avtalsparterna i avtal om kreditderivat där återbetalning av lånet i fråga definierats som *Obligation*. Det enda som är relevant i avtal om kreditderivat är att en delbetalning uteblivit och endast detta faktum och inget annat utlöser skyddssäljarens betalningsförpliktelse mot skyddsköparen.

Det kan också visa sig senare att hela låneavtalet mellan den underliggande enheten och dess långivare varit ogiltigt på flera grunder och att det inte haft någon som helst rättsverkan från början. Inte heller denna omständighet spelar någon roll i förhållande till avtal om kreditderivat som avser detta låneavtal, dvs. definierar betalning enligt låneavtalet som *Obligation*. Samma effekt har samtliga andra invändningar mot den underliggande *Obligation* som gjorts av den underliggande enheten. Detta oavsett om den underliggande enheten har haft rättsligt stöd för sina invändningar eller inte.

Vad innebär bestämmelsen i *Section 4.1* för avtalsparterna i ett avtal om kreditderivat? För skyddsköparen innebär denna bestämmelse en trygghet i förhållande till det riskskydd som denne köpt. Skyddsköparen kan alltså förlita sig på det faktum att en *Credit Event* inträffat och behöver inte bry sig om rättsliga konsekvenser av eventuella tvister eller andra omständigheter som orsakat denna *Credit Event*. För skyddssäljaren innebär detta mycket mer, eftersom skyddssäljaren i sådana fall även tar på sig s.k. legala risker¹. Skyddssäljaren står alltså för eventuella tvister mellan den underliggande enheten och dennes motpart och ett positivt resultat av en sådan tvist för den underliggande enheten ger ingen regressrätt för

¹ C. Whiteley, s. 702.

skyddssäljaren mot skyddsköparen eller någon annan part. Skyddssäljaren tar alltså ett större ansvar i förhållande till skyddsköparen än den underliggande enheten i förhållande till sin motpart. Den underliggande enheten har rätt att göra invändningar med stöd av lag i förhållande till sin motpart men en sådan rätt har inte skyddssäljaren i förhållande till skyddsköparen. Skyddssäljarens betalningsansvar beror endast på inträffandet av en *Credit Event* och rättsliga överväganden i samband med denna omständighet är uteslutna. Detta är alltså innebörden av *Section 4.1*.

1.3.2 Bankruptcy

Inledningsvis bör man förklara att denna *Credit Event*, som definieras i *Section 4.2*¹ av 2003 *ISDA Credit Derivatives Definitions*, avser den underliggande enheten och inte avtalsparterna. Om en avtalspart drabbas av *Bankruptcy* resulterar detta i andra rättsföljder som regleras i 2002 *ISDA Master Agreement*. Detta är som sagt ett ramavtal för olika derivat- och kreditderivatavtal. *Bankruptcy* som avser avtalsparter, regleras i *Section 5(a)(vii)* av 2002 *ISDA Master Agreement* och är nästan identisk med definitionen av *Bankruptcy* som utgör *Credit Event* och avser den underliggande enheten. Det finns dock vissa skillnader mellan dessa två *Bankruptcy* definitioner som skall analyseras vidare i texten.

Enligt definitionen i 2003 *ISDA Credit Derivatives Definitions* innebär *Bankruptcy* i samband med den underliggande enheten att den underliggande enheten:

- (a) blir upplöst (men inte genom sammanslagning, fusion eller samgående);
- (b) blir insolvent eller inte kan betala sina skulder eller misslyckas med att göra detta eller skriftligen i en rättsprocess, myndighetstillsynsprocess eller förvaltningsprocess erkänner sin oförmåga att betala sina förfallna skulder;
- (c) gör en uppgörelse i form av *general assignment*, *arrangement* eller *composition* med sina kreditorer eller till deras förmån;
- (d) inleder ett förfarande eller ett sådant förfarande har inletts mot denne med syfte att åstadkomma ett domstolsbeslut om insolvens eller konkurs eller en annan liknande lösning enligt någon insolvens- eller konkurslagstiftning, om detta påverkar kreditorernas rättigheter, eller om en konkurs- eller likvidationsansökan har inlämnats och (i) resulterar i ett domstolsbeslut om insolvens, konkurs, likvidation eller ett

¹ Engelsk text: Section 4.2 Bankruptcy. "Bankruptcy" means a Reference Entity (a) is dissolved (other than pursuant to a consolidation, amalgamation or merger); (b) becomes insolvent or is unable to pay its debts or fails or admits in writing in a judicial, regulatory or administrative proceeding or filing its inability generally to pay its debts as they become due; (c) makes a general assignment, arrangement or composition with or for the benefit of its creditors; (d) institutes or has instituted against it a proceeding seeking a judgment of insolvency or bankruptcy or any other relief under any bankruptcy or insolvency law or other similar law effecting creditors' rights or a petition is presented for its winding-up, or liquidation, and, in the case of any such proceeding or petition instituted or presented against it, such proceeding or petition (i) results in a judgment of insolvency or bankruptcy or the entry of an order for relief or the making of an order for its winding-up or liquidation or (ii) is not dismissed, discharged, stayed or restrained in each case within thirty calendar days of the institution or presentation thereof; (e) has a resolution passed for its winding-up, official management or liquidation (other than pursuant to a consolidation, amalgamation or merger); (f) seeks or becomes subject to the appointment of an administrator, provisional liquidator, conservator, receiver, trustee, custodian or other similar official for it or for all or substantially all of its assets; (g) has a secured party take possession of all or substantially all its assets or has a distress, execution, attachment, sequestration or other legal process levied, enforced or sued on or against all or substantially all its assets and such secured party maintains possession or any such process is not dismissed, discharged, stayed or restrained, in each case within thirty calendar days thereafter; or (h) causes or is subject to any event with respect to it which, under the applicable laws of any jurisdiction, has an analogous effect to any of the events specified in clauses (a) to (g) (inclusive).

- liknande förfarande eller (ii) inte avskrivits, avvisats, blivit uppskjutet p.g.a. uppskov eller blivit förbjuden inom 30 dagar från inlämnandet;
- (e) ett beslut om dennes konkurs, *official management* eller likvidation har fattats (men inte genom sammanslagning, fusion eller samgående);
 - (f) ansöker, eller blir föremål för en ansökan om att en administratör, *provisional liquidator, conservator, receiver, trustee, custodian* eller en liknande offentlig ämbetsman utses för samtliga eller en väsentlig del av dess tillgångar;
 - (g) om en part som har rätt till säkerhet tagit i besittning samtliga eller en väsentlig del av dess tillgångar eller om ett förfarande om utmätning, kvarstad, beslag eller annan åtgärd beslutats eller blivit verkställt mot samtliga eller en väsentlig del av dess tillgångar, och en sådan besittning eller ett sådant förfarande inte avskrivits, avvisats, blivit uppskjuten p.g.a. uppskov eller blivit förbjuden inom 30 dagar därefter;
 - (h) orsakar eller blir föremål för en händelse som enligt tillämplig lagstiftning i någon annan jurisdiktion har en analog effekt till händelser som är specificerade i (a) till och med (g);

Uppräkningen som gjorts ovan är inte en översättning av den engelska texten i *Section 4.2* eftersom en översättning av alla dessa juridiska begrepp inte är möjlig. Uppräkningen visar *ISDA*s avsikt och försök att formulera denna bestämmelse på så sätt att den omfattar samtliga möjliga insolvensförfaranden i alla tänkbara jurisdiktioner. Eftersom denna definition av *Bankruptcy* endast är en modifierad definition från den gamla 1999 *ISDA Credit Derivatives Definitions* och 1992 *ISDA Master Agreement* får man inte glömma att samtliga dessa insolvens- och konkursförfaranden formulerats enligt engelsk och delstaten New Yorks rätt. Även vissa förfaranden från Australiens insolvens- och konkursrätt har blivit inkluderade i denna bestämmelse som t.ex. *official management* och *provisional liquidator*. Begreppet *conservator*, som borde vara något slags förmyndare, har också inkluderats parallellt med begreppet *custodian* som har en liknande innebörd. *ISDA* har i samband med införandet av 1992 *ISDA Master Agreement* förklarat att formuleringarna i dessa definitioner inte tillfredsställer behoven hos avtalsparter som kommer från andra jurisdiktioner, alltså andra än USA eller England.¹ Detta gäller också den nya definitionen av *Bankruptcy* i 2002 *ISDA Master Agreement*.² Eftersom definitionerna av *Bankruptcy* är så lika i 2003 *ISDA Credit Derivatives Definitions* och 2002 *ISDA Master Agreement* måste man ta hänsyn till dessa kommentarer även när man tillämpar *Bankruptcy* som *Credit Event*.

De två *Bankruptcy* definitionerna i de två *ISDA*s dokumenten har, förutom att de avser olika parter i avtalet, också olika syften. *Bankruptcy* definitionen i *ISDA Master Agreement* avser i första hand en försvagad finansiell ställning av en avtalspart och den risk som denna försvagade finansiella ställning innebär för motparten. I andra hand avser denna definition en riktig insolvenssituation eller konkurs.³ Detta gör att denna definition är bredare än den andra definitionen av *Bankruptcy* i 2003 *ISDA Credit Derivatives Definitions*.

Den viktigaste skillnaden mellan dessa två definitioner av *Bankruptcy* är uttrycket ”*admits in writing*” i *Section 4.2 (b)* av 2003 *ISDA Credit Derivatives Definitions*. Genom ett sådant skriftligt erkännande förklarar alltså den underliggande enheten att den inte kan betala sina skulder i en process som kan vara en rättsprocess, myndighetstillsynsprocess eller förvaltningsprocess. Syftet med denna formulering är att avgränsa ett förfarande där man

¹ User's Guide to the 1992 ISDA Master Agreement, New York, 1993, s. 18.

² User's Guide to the ISDA 2002 Master Agreement, New York, 2003, s. 14.

³ E. O'Connell, K. Boggiano, Understanding Isda's credit derivatives rules, International Financial Law Review, August 2003.

fastställer insolvens på ett lite säkrare sätt än genom en ensidig förklaring av insolvens från den underliggande enheten. Den underliggande enheten kan lämna ett sådant meddelande om sin oförmåga att betala sina skulder till en annan person eller till sina fordringsägare på ett informellt sätt, men man kan inte vara säker på att detta påstående är sant. Avtalsparter i kreditderivattransaktioner vill genom denna definition precisera begreppet insolvens lite närmare och ge det en mer konkret innebörd. Dessutom fortsätter vissa skyddssäljare att utesluta begreppet insolvens från denna definition. Deras argument för detta är att en så bred definition även inkluderar situationer där en underliggande enhet tillfälligt befinner sig i en situation där dess skulder överskrider dess tillgångar, men ingen utebliven betalning har inträffat.¹ Denna situation kan vara tillfällig och kortvarig och resulterar inte alltid i insolvens vars innebörd i kreditderivattransaktioner skulle vara att en underliggande enhet inte kan betala sina förfallna skulder.

Formuleringen i *Section 4.2(c)* har också diskuterats bland aktörer som sysslar med kreditderivattransaktioner. Det handlar om fall när den underliggande enheten ”gör en uppgörelse i form av *general assignment, arrangement* eller *composition* med sina kreditorer eller till deras förmån”. Enligt vissa aktörer inkluderar denna definition även företagsrekonstruktion i situationer där konkurs inte inträffat.² Eftersom företagsrekonstruktionen definieras som en separat *Credit Event* inom definitionen *Restructuring* kan denna oklarhet möjligtvis resultera i tvister om vilken *Credit Event* som inträffat och på vilket sätt den skall klassificeras.

Även om definitionen av *Bankruptcy* i *Section 4.2(c)* är så omfattande är det inte alltid säkert att den omfattar samtliga möjliga former och förfaranden som en konkurs eller liknande företeelse kan få i olika jurisdiktioner. Man anser att detta problem uppstår i länder där lagstiftning inte utvecklats tillräckligt så att klara regler för konkurs och företagsrekonstruktion saknas. Detta händer i länder som haft perioder av en kraftig ekonomisk utveckling som inte åtföljts av en nödvändig reform av lagstiftningen. Denna brist på en efterföljande lagstiftning har resulterat i ett bristande rättsskydd för kreditorer, särskilt de utländska, vilket upplevs som ett hinder för nya investeringar. Sådana situationer kan resultera i tvist mellan avtalsparterna i ett avtal om kreditderivat beträffande hur en *Credit Event* skall klassificeras, eftersom vissa situationer även kan tolkas som *Repudiation/Moratorium* i stället för *Bankruptcy*.³

Ett fall från 1998 kan illustrera en situation som avtalsparterna inte kunde förutse när de ingick avtal om kreditderivat. Fallet är från Kina och handlar om *People's Bank of China's (PBOC)* agerande. *PBOC*, som är Kinas centralbank, informerade i oktober 1998 kreditorer till bolaget *Guandong International Trust and Investment Corp (GITIC)* att *GITIC* inte kunde betala sina skulder och att *PBOC* fattat beslut om att kräva att *GITIC* avslutar sin verksamhet. Enligt *PBOC*:s motivering ställdes detta krav mot *GITIC* med syfte att skydda dess kreditorer. *PBOC*, i sin egenskap av Kinas centralbank, återkallade vissa tillstånd som *GITIC* haft för sin verksamhet och utsåg *Bank of China* och *Guangfa Securities Co* som förvaltare för *GITIC*:s tillgångar. Dessutom utsåg *PBOC* en likvidationskommitté, som skulle likvidera *GITIC* i enlighet med kinesiska lagar. *PBOC*:s agerande var ett prejudicerande fall, något som aldrig tidigare hänt i praxis.⁴

¹ E. O'Connel, K. Boggiano

² E. O'Connel, K. Boggiano

³ C. Whiteley, s. 699.

⁴ C. Whiteley, s. 700

Detta fall var svårt att tolka utifrån *Bankruptcy* definitionen eftersom *PBOC*:s agerande omfattas av flera olika punkter i denna definition. För det första har *PBOC* uttalat sig om att *GITIC* inte kunde betala sina skulder vilket anses vara en lycklig omständighet eftersom detta uttalande uppfyller villkoren i *Section 4.2(b)* att den underliggande enheten blivit insolvent eller inte kan betala sina skulder. Denna omständighet räcker alltså för att fastställa att *Bankruptcy* som *Credit Event* har inträffat. För det andra har en likvidationsprocess mot *GITIC* påbörjats av *PBOC* vilket kan tolkas som *Bankruptcy* enligt *Section 4.2(d)* under förutsättningen att denna ansökan inte avskrivits, avvisats, blivit uppskjuten p.g.a. uppskov eller blivit förbjuden inom 30 dagar från inlämnandet. För det tredje, och kanske det viktigaste, kan man påstå att ingen av dessa två omständigheter utgör *Credit Event* i enlighet med vad som är definierat i *Bankruptcy* definitionen. Argument för detta påstående är att *PBOC* inte haft stöd i lagen för sitt agerande. *PBOC* har i detta fall agerat godtyckligt utan hänsyn till att domstolar är behöriga för konkursförfaranden.¹

Accepterar man argumentet att *PBOC*:s agerande varit godtyckligt och att *Bankruptcy* inte inträffat i enlighet med *Section 4.2(b)* eller *(d)* kan man ställa sig frågan om *Bankruptcy* inträffat i enlighet med *Section 4.2(f)*. Denna bestämmelse förskriver att *Bankruptcy* föreligger om den underliggande enheten ansöker, eller blir föremål för en ansökan om att en administratör, *provisional liquidator*, *conservator*, *receiver*, *trustee*, *custodian* eller en liknande offentlig ämbetsman utses för samtliga eller en väsentlig del av dess tillgångar. I fallet ovan har *PBOC* gjort just detta, nämligen utsett två förvaltare, *Bank of China* och *Guangfa Securities Co* som skulle förvalta *GITIC*:s tillgångar tills *GITIC* blivit likviderat. En förvaltare, som i kommentaren till detta fall² kallas för *custodian*, omfattas av bestämmelsen i *Section 4.2(f)* och det verkar vara så att samtliga villkor för tillämpningen av denna bestämmelse föreligger. Ändå kan man ifrågasätta även denna tolkning eftersom förvaltare utsetts av *PBOC* och inte av domstol. Om det saknas stöd i lagen för *PBOC*:s agerande blir det svårt att acceptera att *Bank of China* och *Guangfa Securities Co* agerat i egenskap av *custodians* i enlighet med *Section 4.2(f)*.

I samband med analysen ovan kan man se flera svårigheter i samband med tillämpningen av *Bankruptcy* definitionen. Det är nämligen så att denna definition utgår från engelsk rätt och delstaten New Yorks rätt. Enligt dessa rättsystem utses *custodians* och liknande förvaltare av domstolen, inte av Centralbanken. I fallet ovan har kinesiska Centralbanken -*PBOC* agerat i egenskap av en kontrollmyndighet vilket ger anledning till diskussion om en förvaltare, utsedd av en sådan myndighet, betraktas som *custodian* och omfattas av bestämmelsen i *Section 4.2(f)*. Dessutom har *PBOC* i detta fall utsett två förvaltare vilket är ovanligt utifrån engelsk rätt eller delstaten New Yorks rätt. Det är svårt att bedöma om denna omständighet har någon betydelse för tolkningen av *Section 4.2(f)*. I alla fall kan man förvänta sig frågor och kommentarer även avseende denna omständighet.

Detta rättsfall tas upp som en illustration av att *Bankruptcy* definitionen, som verkar vara ganska klar och omfattande, kan vara komplicerad att tolka. Detta kan resultera i svårigheter för en skyddsköpare i praktiken. Om skyddsköparen anser att *Bankruptcy* inträffat och att han har rätt att kräva betalning från skyddssäljaren måste han lämna *Notice of Publicly Available Information* om detta till skyddssäljaren. I så fall är frågan vilken typ av *Bankruptcy* dvs. vilken punkt inom *Section 4.2* av 2003 *ISDA Credit Derivatives Definitions* man skall välja och åberopa i denna *Notice*. Som sagts, ger varje alternativ anledning till diskussion och man kan förvänta sig att skyddssäljaren eventuellt bestrider just det alternativ som skyddsköparen

¹ C. Whiteley, s. 700

² C. Whiteley, s. 700

åberopat.¹ Detta visar också att tillämpningen av standardiserade avtal inte är så lätt som man kanske tänker sig när man författar ett sådant avtal.

Bankruptcy definitionen i den gamla dokumentationen har inte varit kritiserad men det finns kommentarer till denna bestämmelse som rekommenderar försiktighet särskilt när det gäller s.k. *emerging market jurisdictions*. Ett exempel där man måste överväga en komplettering av *Bankruptcy* definitionen är Ryssland där det finns möjlighet för Centralbanken att ingripa i en finansiell institutions verksamhet och att ta över institutionens dagliga affärsverksamhet. Detta är möjligt enligt banklagstiftningen och ett sådant ingripande kan man inte göra enligt konkurslagstiftningen. Även om ett sådant ingripande är ovanligt, finns det i detta fall stöd i lagen för detta. Liknande ingripanden av centralbanken som sker helt utanför konkursförfaranden i domstol finns även i några andra länder. En annan intressant företeelse i samband med *Bankruptcy* definitionen hittar man i Brasilien där finansmyndigheten helt enkelt kan stänga en finansiell institution som befinner sig i en svår finansiell situation. Detta sker också utan att domstolen ingriper på något som helst sätt och utan att konkurslagstiftningen tillämpas.²

Sådana exempel kräver alltså försiktighet och en noggrann utredning när avtalsparter ingår avtal om kreditderivat där den underliggande enheten ligger i en jurisdiktion där man kan förvänta sig liknande situationer. I sådana fall är det inte säkert att *Bankruptcy* definitionen täcker samtliga situationer som avtalsparterna skulle kunna uppfatta som konkurs eller konkursliknande förfaranden. *Bankruptcy* definitionen i *Section 4.2* av *2003 ISDA Credit Derivatives Definitions* är kompletterad i förhållande till *Bankruptcy* definitionen i *Section 4.2* av *1999 ISDA Credit Derivatives Definitions* på så sätt att *Section 4.2(b)* numera även inkluderar en sådan situation där den underliggande enheten bl.a. "...erkänner skriftligt i en rättsprocess, myndighetstillsynsprocess eller förvaltningsprocess sin oförmåga att betala sina förfallna skulder." Införande av "myndighetstillsynsprocess" och "förvaltningsprocess" i denna bestämmelse har till syfte att bredda ut *Bankruptcy* definitionen till sådana situationer som beskrivits ovan. Ändå kan man inte alltid vara säker på att denna definition verkligen är så bred att den täcker varje sådan situation i samtliga jurisdiktioner.

Slutligen kan man i samband med *Bankruptcy* definitionen konstatera att denna definition inte är tillämplig på "*Sovereigns*"³ och "*Sovereign Agency*"⁴ vilka är stater, statliga enheter, ministerier och liknande. Det är klart att en stat inte kan gå i konkurs och att detta även gäller statliga myndigheter⁵ men det finns situationer när det är svårt att bestämma om en konkret enhet är en myndighet eller något annat, t.ex. ett företag som ägs av staten. Definitionerna i *Section 2.26* och *2.27* försöker fastställa skillnaden mellan dessa två typer av underliggande enheter.

¹ C. Whiteley, s. 700

² C. Brown, *Legal and Regulatory Aspects*, publicerad som kap. 3 i I. Nelken, *Implementing Credit Derivatives, Strategies and Techniques for Using Credit Derivatives in Risk Management*, New York, 1999, s. 63.

³ *Section 2.26 "Sovereign"* av *2003 ISDA Credit Derivatives Definitions* – Engelsk text: "Sovereign" means any state, political subdivision or government, or any agency, instrumentality, ministry, department or other authority (including, without limiting the foregoing, the central bank) thereof.

⁴ *Section 2.27 "Sovereign Agency"* av *2003 ISDA Credit Derivatives Definitions* – Engelsk text: "Sovereign Agency" means any agency, instrumentality, ministry, department or other authority (including without limiting the foregoing, the central bank) of a Sovereign.

⁵ M. Hughes, *Selected Legal Issues for Finance Lawyers*, London, 2003, s.221.

1.3.3 Obligation Acceleration

Section 4.3¹ av 2003 ISDA Credit Derivatives Definitions föreskriver att denna *Credit Event*, som kallas för *Obligation Acceleration*, inträffar när en eller flera *Obligations* av den underliggande enheten förfaller till betalning före förfallodatum genom accelerering. Detta sker på grund av att den underliggande enheten inte fullgjort sina förpliktelser till ett sammanlagt belopp som inte är lägre än *Default Requirement*. En accelerering sker enligt krav från *Obligations* fordringsägare i enlighet med avtal mellan denna fordringsägare och den underliggande enheten. I detta fall räcker det inte att en eller flera fordringsägare har rätt att accelerera en fordran utan de måste underrätta den underliggande enheten om detta. Först efter att en *Obligation* blivit accelererat på detta sätt anses det att *Obligation Acceleration* inträffat som en *Credit Event*.²

Det är viktigt att notera att den underliggande enhetens underlåtenhet, som kallas för *default*, i samband med *Obligation Acceleration* inte avser en utkrävd betalning. Anledningen till detta är att en konkret betalning av den underliggande enheten omfattas av en annan *Credit Event* som heter *Failure to Pay*, som behandlas senare i detta kapitel. En *Obligation* av den underliggande enheten, som inte är en utkrävd betalning, men ändå måste uppgå till ett visst belopp som krävs för *Default Requirement*, kan vara mycket annat. Ett låneavtal brukar t.ex. innehålla ett antal klausuler som avser låntagarens skyldighet att driva sin verksamhet på så sätt att låntagaren måste uppnå vissa finansiella resultat som måste redovisas i balansräkningen. Om dessa siffror understiger det planerade finansiella resultatet har långivaren rätt att accelerera låneavtalet och kräva betalning av hela den återstående skulden på en gång. I fall av *Obligation Acceleration* är det avgörande om långivaren accelererat den återstående skulden eller inte. Om långivaren inte gjort detta föreligger ingen *Obligation Acceleration* oavsett vilket finansiellt resultat låntagarens balansräkning visar.³ En annan tänkbar underlåten förpliktelse av den underliggande enheten som kan resultera i *Obligation Acceleration* kan vara *delivery* dvs. skyldighet att överlåta någon fordran till någon annan. Även en underlåtenhet att fullgöra en sådan skyldighet kan ge motparten, eller någon annan, rätt att accelerera en eller flera *Obligations* av den underliggande enheten. En *Obligation* kan också avse liknande förpliktelser av den underliggande enhetens dotterbolag, moderbolag eller andra bolag som har ett samband med den underliggande enheten. Man inkluderar även andra bolags *Obligations* på detta sätt om dessa bolag står i ett förhållande till den underliggande enheten som kan påverka den underliggande enhetens förmåga att betala sina skulder.⁴

Definitionen i Section 4.3 är svårläst eftersom den innehåller begrepp som finns definierade i flera andra definitioner. Den första definitionen är *Obligation* vilken definieras i Section 2.14 som en betalningsförpliktelse av den underliggande enheten som fastställs mellan avtalsparterna genom en ganska komplicerad metod. Denna metod skall inte närmare analyseras i denna avdelning. Om man uttrycker detta på ett enklare sätt kan man säga att avtalsparterna väljer en eller flera betalningsförpliktelser av den underliggande enheten vilkas accelerering utgör en *Credit Event*. Denna betalningsförpliktelse eller förpliktelser skall inte

¹ Engelsk text – Section 4.3 Obligation Acceleration. "Obligation Acceleration" means one or more Obligations in an aggregate amount of not less than the Default Requirement have become due and payable before they would otherwise have been due and payable as a result of, or on the basis of, the occurrence of a default, event of default or other similar condition or event (however described), other than a failure to make any required payment, in respect of a Reference Entity under one or more Obligations.

² C. Whiteley, s. 701

³ C. Brown, s. 64-65.

⁴ A. Hudson, Credit Derivatives, Law, Regulation and Accounting Issues, London, 1999, s. 77.

vara lägre än ett belopp som kallas för *Default Requirement*. Detta begrepp definieras i *Section 4.8(a)* som ett belopp som avtalsparterna fastställer i *Confirmation* och i fall de inte gör det blir detta belopp 10 miljoner USD eller motsvarande i annan valuta.

1.3.4 *Obligation Default*

Enligt *Section 4.4¹* av *2003 ISDA Credit Derivatives Definitions*, inträffar denna *Credit Event* när en eller flera *Obligations* av den underliggande enheten, genom accelerering, kan förklaras som förfallna till betalning före förfallodatum. Även i detta fall kan accelerering ske på grund av att den underliggande enheten inte fullgjort sina förpliktelser till ett sammanlagt belopp som inte är lägre än *Default Requirement*. I fall av *Obligation Default* kan en accelerering ske enligt krav av *Obligations* fordringsägare i enlighet med avtal mellan fordringsägaren och den underliggande enheten. I detta fall räcker det att en eller flera fordringsägare har rätt att accelerera en fordran. *Credit Event* inträffar alltså i sådana situationer innan någon underrättar den underliggande enheten om accelereringen. Om en *Obligation* redan blivit accelererad blir denna *Credit Event* en *Obligation Acceleration*, inte *Obligation Default*.

Även i detta fall är det viktigt att notera att den underliggande enhetens *default* i samband med *Obligation Default* inte avser en utkrävd betalning. En konkret betalning av den underliggande enheten regleras i en annan definition av *Credit Event* som heter *Failure to Pay* och behandlas senare. Även i detta fall avser en *Obligation* av den underliggande enheten, som inte är en utkrävd betalning, men ändå måste uppgå till ett visst belopp som krävs för *Default Requirement*, andra förpliktelser av den underliggande enheten. Dessa förpliktelser kan vara vissa finansiella resultat som en låntagare måste uppvisa i sin verksamhet, olika överlåtelser som en underliggande enhet kan vara skyldig mot en motpart och liknande.

Obligation Default avser alltså nästan samma omständigheter som *Obligation Acceleration* och dessa två *Credit Events* skiljer sig endast avseende tidpunkten för accelereringen. *Obligation Default* inträffar före accelereringen, vid tidpunkten när vissa villkor blivit uppfyllda, så att en eller flera fordringsägare kan accelerera den underliggande enhetens *Obligation*.² *Obligation Acceleration* inträffar efter denna tidpunkt, nämligen när en eller flera fordringsägare underrättat den underliggande enheten om accelereringen.³

Det verkar vara lätt att fastställa tidpunkterna när dessa två *Credit Events* inträffar men det är inte alltid så i praktiken. Frågan är nämligen vid vilken tidpunkt samtliga villkor anses vara uppfyllda så att en fordringsägare kan accelerera en *Obligation* men inte gör detta. Detta är en mer rättslig fråga i motsats till en fullgjord accelerering, som snarare är en faktisk fråga. Den första frågan, när en fordringsägare får rätt att accelerera en *Obligation* beror i stort sett på hur avtalsparterna reglerat denna fråga i avtalet. I vissa situationer krävs det att en fordringsägare först underrättar den underliggande enheten om att denne är i *default*, alltså att denne underlåtit att fullgöra en förpliktelse, och sedan får fordringsägare rätt att accelerera.⁴ Denna omständighet kan ha en stor betydelse för avtalsparterna i kreditderivattransaktionen som inte

¹ Engelsk text – *Section 4.4 Obligation Default*. “Obligation Default” means one or more Obligations in an aggregate amount of not less than the Default Requirement have become capable of being declared due and payable before they would otherwise have been due and payable as a result of, or on the basis of, the occurrence of a default, event of default or other similar condition or event (however described), other than a failure to make any required payment, in respect of a Reference Entity under one or more Obligations.

² C. Brown, s. 64-65.

³ C. Whiteley, s. 701.

⁴ C. Whiteley, s. 701.

är fordringsägare i förhållande till den underliggande enheten. Det är nämligen så att en eller flera fordringsägare i vissa situationer väljer att inte accelerera den underliggande *Obligation*. De kanske anser att det inte spelar någon roll om man gör detta eftersom den underliggande enheten ändå inte kan betala eller den underliggande enhetens *default* inte har någon betydelse i förhållande till dennes förmåga att fullgöra sina betalningar. I så fall vill två avtalsparter i avtal om kreditderivat inte vara i beroendeställning till fordringsägarnas vilja att accelerera fordran. Avtalsparterna i avtalet om kreditderivat inkluderar då även *Obligation Default* i avtalet om kreditderivat som en *Credit Event*. Denna definition ger avtalsparterna möjlighet att åberopa denna *Credit Event* även om fordringsägare till den underliggande enheten inte vill accelerera den underliggande *Obligation*.

Avseende definitionen av *Obligation* i samband med *Obligation Default* gäller även i detta fall allt som sagts i föregående avdelning om *Obligation Acceleration*. Även i detta fall väljer avtalsparterna en eller flera betalningsförpliktelser hos den underliggande enheten vilkas möjliga, men inte genomförda accelerering, utgör *Obligation Default*. *Obligation* som på detta sätt fastställts mellan avtalsparter skall inte vara lägre än ett belopp som kallas för *Default Requirement*. Detta begrepp definieras i *Section 4.8(a)* som ett belopp som avtalsparterna fastställer i *Confirmation* och i fall de inte gör det blir detta belopp 10 miljoner USD eller motsvarande i annan valuta.

1.3.5 *Failure to Pay*

Enligt *Section 4.5¹* av *2003 ISDA Credit Derivatives Definitions* föreligger *Failure to Pay* om den underliggande enheten inte fullgör sin betalningsförpliktelse enligt en eller flera *Obligations* i enlighet med betalningsvillkor som gäller för dessa *Obligations*. Denna *Credit Event* inträffar först efter att en tillämplig *Grace Period*, om en sådan avtalats, har löpt ut.

Failure to Pay anses vara den grundläggande *Credit Event* för kreditderivattransaktioner.² Med hänsyn till formuleringen av denna *Credit Event* och dess omfattning skulle man kunna tänka sig att *Failure to Pay* räcker för samtliga typer av kreditderivattransaktioner och att avtalsparterna inte behöver några andra *Credit Events* alls. Ett argument för detta påstående kan vara att, så länge den underliggande enheten sköter sina betalningar och betalar även sina förpliktelser enligt *Obligation*, behöver en skyddsköpare inget annat riskskydd än *Failure to Pay*. Ett argument emot detta är dock att de övriga *Credit Events* är väldigt tydliga indikatorer på att den underliggande enheten inte kommer att betala sina förpliktelser i framtiden. Av den anledningen är det inte praktiskt att vänta och se om den kommande betalningen av den underliggande enheten uteblir.³ Den underliggande enheten kan vara skyldig att fullgöra t.ex. årsvisa, eller halvårsvisa betalningar och det verkar vara för långa tidsperioder för tillämpning av endast *Failure to Pay* som *Credit Event*. Med detta menar man att stora negativa förändringar kan förekomma i den underliggande enhetens finansiella situation under en period av ett år eller sex månader.

¹ Engelsk text – *Section 4.5 Failure to Pay*. “Failure to Pay” means, after the expiration of any applicable Grace Period (after the satisfaction of any conditions precedent to the commencement of such Grace Period), the failure by a Reference Entity to make, when and where due, any payments in an aggregate amount of not less than the Payment Requirement under one or more Obligations, in accordance with the terms of such Obligation at the time of such failure.

² A. Hudson, *Credit Derivatives*, s. 77.

³ C. Brown, s. 66.

Vid fastställande av om *Failure to Pay* inträffat, vilket görs genom en enkel jämförelse mellan förfallodatum för betalning enligt *Obligation* och datum när betalningen erlagts, måste man ta hänsyn till en eventuell *Grace Period*. Detta görs endast om en *Grace Period* är avtalad mellan den underliggande enheten och dennes motpart. Begreppet *Grace Period* är definierat i *Section 1.12* på ett utförligt sätt som inte skall analyseras i denna avdelning. Det som är viktigt för detta begrepp är att det handlar om en tilläggsperiod eller ett betalningsanstånd för en betalning enligt *Obligation*. Denna tilläggsperiod ger den underliggande enheten en ytterligare möjlighet att betala och *Failure to Pay* inträffar först efter att förfallodatum och tilläggsperiod har löpt ut. *Grace Period* tillämpas inte i fall där den inte är avtalad mellan avtalsparter i den underliggande *Obligation*. Detta utgör en skillnad i förhållande till de gamla *Definitions* från 1999 där *Section 4.5 – Failure to Pay* innehöll ett antagande om att *Grace Period* gällt i alla fall. Detta antagande har tagits bort i de nya *Definitions*. Det anses i övrigt att *Grace Period* kan vara en bestämmelse som hjälper till att fastställa om den underliggande enheten verkligen underlåtit sin betalning eller om det handlar om en felaktig betalning eller ett liknande betalningstekniskt fel. Handlar det om en felaktig betalning kan den underliggande enheten korrigera den inom en kort tilläggsperiod vilket innebär att man undviker en onödig *Credit Event* i avtal om kreditderivat som avser *Obligation* som stipulerar denna betalning.¹

Section 4.5 föreskriver i samband med tillämpning av en eventuell *Grace Period* att denna period kan börja efter att vissa villkor som kallas för *conditions precedent* blir uppfyllda. Begreppet *condition precedent*, som förekommer även i *Master Agreement*, är inte definierat av *ISDA* utan detta begrepp kommer från engelsk rätt. *Condition precedent* är ett avtalsvillkor som gör att avtalsparternas förpliktelser blir gällande endast om vissa fakta blir fastställda eller om en händelse har inträffat. Det finns flera möjliga rättsföljder av *condition precedent* enligt engelsk rätt. En av dem är att avtalsparterna kan ingå ett avtal som är omedelbart bindande, men under förutsättning att samtliga eller vissa förpliktelser skall fullgöras endast om *condition precedent* inträffat². Avtalsparterna eller endast en av dem är alltså inte skyldiga att prestera förrän *condition precedent* inträffar.³ När det gäller *Grace Period* i samband med *Failure to Pay*, har den underliggande enheten inte en automatisk rätt till *Grace Period*, utan vissa villkor måste vara uppfylla för tillämpning av denna tilläggsperiod.

När det gäller definitionen av *Obligation* i samband med *Failure to Pay* gäller allt som sagts i föregående avdelningar om *Obligation Acceleration* och *Obligation Default* även i detta fall. Avtalsparter som ingår ett avtal om kreditderivat väljer en eller flera betalningsförpliktelser av den underliggande enheten och om en utebliven betalning avser just denna *Obligation* utgör detta *Failure to Pay*. En *Obligation* kan definieras mellan avtalsparterna så att den inte endast avser en utebliven betalning utan även någon annan prestation av den underliggande enheten. Det kan t.ex. inkludera den underliggande enhetens förpliktelse att överlåta någon rättighet eller en tillgång, vilket också kallas för *delivery*.⁴ Avtalsparterna i ett avtal om kreditderivat har alltid frihet att ändra eller komplettera definitioner i *2003 ISDA Credit Derivatives Definitions* enligt sina behov så att definitionen av *Obligation* i ett konkret avtal avser en specifik förpliktelse för den underliggande enheten.

Obligation som fastställts mellan avtalsparter skall, även i fall av *Failure to Pay*, inte vara lägre än ett belopp som kallas för *Default Requirement*. Detta begrepp definieras i *Section*

¹ C. Whiteley, s. 701.

² J. Chitty, para 2-137; 2-138; 2-139; 2-140.

³ G. H. Treitel, *The Law of Contract*, 9 uppl., London, 1995, s. 59.

⁴ A. Hudson, *Credit Derivatives*, s. 77.

4.8(a) som ett belopp som avtalsparterna fastställer i *Confirmation*. I fall avtalsparterna inte gör detta blir *Default Requirement* 10 miljoner USD eller motsvarande i annan valuta.

1.3.6 *Repudiation/Moratorium*

*Section 4.6*¹ föreskriver att *Repudiation/Moratorium* föreligger i situationer där två händelser inträffar. Dessa två händelser måste existera samtidigt.

Den första händelsen innebär att en behörig tjänsteman hos den underliggande enheten eller en statlig myndighet *repudiates*, förnekar, inte erkänner, ifrågasätter giltigheten av eller vägrar fullgörelse i samband med en eller flera *Obligations* till ett belopp som inte får vara lägre än ett belopp som kallas för *Default Requirement*; eller moratorium, betalningsinställelse eller uppskjutning av betalningar, införs de facto eller de jure, avseende en eller flera *Obligations*.

Den andra händelsen som *Section 4.6* reglerar är situationer där *Failure to Pay* eller *Restructuring* inträffar före eller vid ett bestämt datum utan hänsyn till *Default Requirement* vilket innebär ett belopp som är lägre än det belopp som krävs. Ett exempel på *Restructuring* som blir *Repudiation/Moratorium* kan vara en situation där den underliggande enheten inleder diskussion med sina kreditorer om en eventuell företagsrekonstruktion innan betalningarna förfaller. På detta sätt har ingen betalning uteblivit men denna situation utgör ändå *Credit Event* enligt *Section 4.6*.² Detta är anledningen till att den första händelsen som beskrivits ovan måste ha inträffat och existera samtidigt. En annan tänkbar situation är när den underliggande enheten underlåtit att fullgöra vissa betalningar vilkas sammanlagda belopp ligger under *Default Requirement*. I detta fall skulle *Failure to Pay* föreligga men det gör det inte, utan i detta fall föreligger *Repudiation/Moratorium* eftersom även den första händelse som beskrivits ovan existerar samtidigt.

Förklaringen av definitionen av *Repudiation/Moratorium* ovan är lång och komplicerad därför att den följer definitionens text. För enkelhetens skull är det viktigt att förklara att denna *Credit Event* består av två *Credit Events*. Den första är *Repudiation/Moratorium* och den andra är *Failure to Pay*. Om båda dessa händelser inträffar på det sätt som beskrivits ovan, föreligger alltså denna *Credit Event* som kallas för *Repudiation/Moratorium*. Situationer i vilka endast den första händelsen inträffar men inte den andra kallas för *Potential Repudiation/Moratorium*. Denna potentiella *Repudiation/Moratorium* är inte *Credit Event* i sig men avtalsparterna har skyldighet att underrätta motparten om denna händelse. Detta regleras i *Section 4.6(c)* till *(d)*.

Definitionen av *Repudiation/Moratorium* är som sagt ganska lång och komplicerad och innehåller flera paragrafer. Av denna anledning citeras inte definitionen av *Section 4.6* i fotnoten i sin helhet utan endast paragraf (a) som definierar ovannämnda händelser som utgör

¹ Engelsk text – *Section 4.6 Repudiation/Moratorium*: (a) "Repudiation/Moratorium" means the occurrence of both of the following events: (i) an authorised officer of a Reference Entity or a Governmental Authority (x) disaffirms, disclaims, repudiates or rejects, in whole or in part, or challenge the validity of, one or more Obligations in an aggregate amount of not less than the Default Requirement or (y) declares or imposes a moratorium, standstill, roll-over or deferral, whether de facto or de jure, with respect to one or more Obligations in an aggregate amount of not less than the Default Requirement and (ii) a Failure to Pay, determined without regard to the Payment Requirement, or a Restructuring, determined without regard to the Default Requirement, with respect to any such Obligation occurs on or prior to the Repudiation/Moratorium Evaluation Date.

² C. Whiteley, s. 702.

denna *Credit Event*. Övriga begrepp som förekommer i denna definition skall förklaras kort nedan.

En *Repudiation/Moratorium Extension Notice* definierar en underrättelse som en avtalspart i en kreditderivatransaktion skickar till motparten för att underrätta denne om att *Repudiation/Moratorium* inträffat med angivande av detaljer i samband med denna händelse. Det finns också en obligatorisk period som måste passera efter att en betalning uteblivit och denna period är 60 dagar. Denna period kallas för *Repudiation/Moratorium Evaluation Date* och utgör nästa steg efter att villkoren som beskrivits i *Section 4.6(a)* blivit uppfyllda.¹

Definitionen i *Section 4.6* omfattar situationer där den underliggande enheten huvudsakligen vägrar fullgöra sina förpliktelser eller ifrågasätter om dessa förpliktelser är gällande. Definitionen omfattar också situationer där moratorium eller liknande betalningsinställelse införts genom lagstiftning eller genom praktiska åtgärder. Dessa omständigheter påminner om *Section 4.1* som föreskriver att en *Credit Event* skall kvarstå oavsett om den underliggande enheten bestrider denna *Credit Event* genom åberopande av en ogiltighetsgrund, lagändring, praxisändring eller liknande. Man kan fråga sig vad skillnaden mellan *Section 4.1* och *4.6* består i och varför en händelse skall lämnas utan hänsyn enligt *Section 4.1*, men utgöra en *Credit Event* enligt *Section 4.6*. Det verkar nämligen så att dessa två definitioner beskriver liknande händelser och föreskriver olika rättseffekter av dessa händelser.

Ändå finns det en avgörande skillnad mellan dessa två definitioner. Den första definitionen avser situationer där vissa ogiltighetsgrunder eller en lagändring åberopas med syfte att visa att den underliggande *Obligation* är ogiltig eller omöjlig att fullgöra. Den andra definitionen avser för de mesta *Repudiation* och *Moratorium*. *Repudiation* är i engelsk rätt en avtalsparts vägran att fullgöra sin prestation vilket ger vissa rättigheter till motparten. Vid *repudiation* åberopar inte den part som vägrar några ogiltighetsgrunder, utan vägrar endast att fullgöra sin förpliktelse. *Moratorium*, betalningsinställelse och liknande åtgärder ifrågasätter inte heller giltigheten av en förpliktelse utan utgör en ensidig förklaring att denna part inte kommer att betala sina skulder. Ett *Moratorium* kan också komma i form av lagstiftning men även i detta fall avser den endast betalning av existerande förpliktelser och inte deras ogiltighetsförklaring.

1.3.7 Restructuring

Restructuring som en *Credit Event* har skapat flest problem i praktisk tillämpning. Detta var anledningen till att denna definition splittrades i fyra nya definitioner vilket analyseras i följande kapitel. Av den anledningen analyseras inte *Restructuring* i detta kapitel.

1.3.8 Övriga Credit Events

Förutom de sex *Credit Events* som definieras i *2003 ISDA Credit Derivatives Definitions* kan avtalsparterna avtala om andra *Credit Events* enligt sina behov. Det finns två *Credit Events* som var inkluderade i den gamla *long - form Confirmation*² men de blev inte inkluderade i

¹ J. Coiley, New Documentation for a Changing Market, Journal of International Banking Law and Regulation, 2003, 18(4), s. 191.

² S. K. Henderson, Credit Derivatives, publicerad i Credit Derivatives, Law, Regulation and Accounting Issues, Redaktör A. Hudson, London, 1999, s. 16.

definitionerna från år 1999 respektive år 2003. Dessa *Credit Events* är nedgradering av den underliggande enhetens kreditvärdighet och *Credit Event Upon Merger*.¹

Nedgradering av av den underliggande enhetens kreditvärdighet av *credit rating agencies* kan också stipuleras av avtalsparterna som *Credit Event*. Denna klausul brukar bestämma den lägsta nivån av kreditvärdighet och om den underliggande enheten nedgraderas under denna nivå innebär detta att en *Credit Event* inträffat och att skyddsköparen får rätt att kräva betalning från skyddssäljaren. *Credit Event Upon Merger*² innebär att den underliggande enheten sammanslagits med en annan enhet vilket resulterar i att kreditvärdigheten hos den nya enheten blir lägre än kreditvärdigheten hos den ursprungliga underliggande enheten. Denna bestämmelse tillämpas egentligen i förhållande mellan avtalsparter som *Termination Event* vilket är en grund för avtalshävning av 2002 ISDA Master Agreement. Ändå brukar avtalsparter som ingår *credit default swaps* ibland inkludera denna händelse i avtalet som *Credit Event* i förhållande till den underliggande enheten.³

1.3.9 Diskussion om "default" i förhållande till Credit Events

Efter en läsning av de sex *Credit Events* som analyserats ovan undrar man om dessa *Credit Events* verkligen täcker t.ex. en utebliven betalning i samband med ett låneavtal eller i samband med en företagsobligation. Man kan även ställa sig frågan om det verkligen finns behov av att definiera så många *Credit Events* och att använda sådana långa definitioner. Kan man inte undvika sådana långa diskussioner om *Restructuring* och själv bestämma om denna definition behövs? Är de aktörer på marknaden som utesluter *Restructuring* helt säkra på att denna *Credit Event* kan uteslutas utan någon risk? Är det inte lättare att i stället formulera *Credit Event* som en utebliven betalning eller en annan utebliven prestation? Man kan även ställa sig frågan om samtliga sex *Credit Events* kanske är för mycket för att täcka en händelse som i stort sett innebär att en underliggande enhet inte betalar en förfallen fordran.

Svar på dessa frågor hittar man delvis i den följande avdelningen om *Publicly Available Information*. Anledningen till att denna definition existerar är att avtalsparter i avtal om kreditderivat vill undvika en procedur vars syfte är att fastställa om en utebliven betalning i samband med en underliggande enhet verkligen inträffat. Denna procedur kan vara komplicerad särskilt i fall där en part i en *credit default swap* blir den enda informationskällan till en sådan information. Genom att definiera vissa *Credit Events* på så sätt att de antagligen blir publicerade i medier får avtalsparter ett säkrare sätt att fastställa om en *Credit Event* inträffat och att enas om detta. Men detta är ändå endast en procedurmässig anledning till att *Credit Events* existerar. Denna förklaring ger inte svar på frågan om de sex *Credit Events* täcker för mycket eller för lite av en kreditrisk som en skyddsköpare vill skaffa sig genom en *credit default swap*.

För närvarande finns det inget klart svar på denna fråga eftersom detta i hög grad beror på vilken kreditrisk en *Obligation* avser. Om den underliggande enheten är en stat eller en statlig enhet som inte kan gå i konkurs är det klart att avtalsparterna inte skall inkludera *Bankruptcy* som en *Credit Event*. Även om de gör detta har denna *Credit Event* ingen betydelse för avtalet. Eftersom en stat däremot kan förklara moratorium är det klart att avtalsparter som ingår *credit default swap* avseende en sådan underliggande enhet, skall inkludera *Repudiation/Moratorium* som *Credit Event*. Det är också klart att en skyddsköpare som

¹ C. Whiteley, s. 703-704.

² Section 5(b)(v) 2002 ISDA Master Agreement

³ C. Whiteley, s. 704.

spekulerar med *credit default swaps* vill inkludera samtliga *Credit Events* eftersom information om t.ex. *Obligation Default* kan påverka priset på den underliggande enhetens skuld på marknaden. I så fall köper skyddsköparen denna skuld billigt och överlåter den till skyddssäljaren mot skuldens nominella värde. En sådan aktör är inte intresserad av att göra utredningar om eventuella uteblivna betalningar och tvista om detta med skyddssäljaren. Både skyddsköparen och skyddssäljaren är intresserade av snabba och effektiva transaktioner, inte av långa utredningar med ett ovisst resultat.

Ändå finns det två uppfattningar om nödvändigheten hos samtliga sex *Credit Events* i *ISDAs* definitioner. Den första uppfattningen är den uppfattning som Baselkommittén uttryckt genom att fastställa att endast tre *Credit Events* är obligatoriska utifrån ett kapitaltäckningsperspektiv. Dessa tre *Credit Events* är *Failure to Pay*, *Bankruptcy* och *Restructuring*. Detta är alltså en uppfattning om vad som anses vara väsentligt för banker men detta dokument avser inte övriga aktörer på kreditderivatmarknaden som t.ex. olika bolag som har andra behov och andra motiv att ingå avtal om kreditderivat. På grund av denna uppfattning kan man ställa sig frågan om de tre övriga *Credit Events*, nämligen *Obligation Acceleration*, *Obligation Default* och *Repudiation/Moratorium* i så fall är onödiga i avtal om kreditderivat.

Den andra uppfattningen är en analys¹ som publicerats av Moody's Investors Service vilken är en av de tre *rating agencies* med världsomfattande verksamhet. Moody's analys utgår från definitioner av begreppen kreditrisk och *default* som Moody's tillämpar i sin verksamhet. Dessa begrepp jämförs sedan med *ISDAs* definitioner av *Credit Events*. Enligt Moody's innebär begreppet kreditrisk en risk för förlust som en följd av *default*. Begreppet *default* betecknar i engelsk rätt en försummelse att fullgöra en avtalsförpliktelse, särskilt betalningsförpliktelse. Begreppet *default* förekommer oftast i låneavtal som brukar definiera en eller flera *events of default*. Dessa *events of default* avser i första hand en utebliven betalning men de kan också avse försummelse att fullgöra andra förpliktelser enligt avtalet.² Moody's rapport anger att denna institution har statistiska uppgifter om *default* för olika bolag för en period som är längre än 80 år. På grund av dessa uppgifter kan man räkna ut sannolikheten för att ett bolag inte fullgör sina betalningsförpliktelser i framtiden, alltså går i *default*. Om ett bolag har t.ex. *rating* Baa3 innebär detta att sannolikheten att ett sådant bolag inte fullgör sina betalningsförpliktelser är 6,1% inom en period av tio år.³ Moody's har inte statistiska uppgifter om inträffande av de övriga avtalade *events of default* för bolag vilkas kreditvärdighet denna institution värderar. Av den anledningen kan Moody's inte bedöma sannolikheten för att ett bolag inte fullgör sina övriga förpliktelser.

Enligt Moody's metod, som alltså baseras på en historisk statistik av *defaults*, finns det tre typer av *default*. Den första typen är utebliven eller uppskjuten betalning av ränta eller kapital. Den andra typen är konkurs eller *receivership* som är ett slags konkursförvaltning eller likvidationsförvaltning. Den tredje typen av *default* är ett utmätningsmässigt utbyte där gäldenären antingen erbjuder sina fordringsägare ett nytt avbetalningssätt som innebär en minskad betalningsförpliktelse eller vars uppenbara syfte är att hjälpa gäldenären att undvika *default*. Den minskade betalningsförpliktelser som blir resultatet av ett sådant utmätningsmässigt utbyte kallas för *diminished financial obligation*. Förlustens storlek mäter Moody's genom jämförelse av skuldens nominella värde och marknadsvärde ungefär en

¹ Moody's Investors Service, Understanding The Risks In Credit Default Swaps – Special Rapport, 16 March 2001, www.moodys.com.

² J. Chitty, para 36-236.

³ Moody's, s. 4.

månad efter *default*. Detta är alltså Moody's definition av *default* som baseras på historiska statistiska studier.¹

En jämförelse mellan Moody's definition av *default* och ISDAs definitioner av *Credit Events*, som gjordes år 2001 visade ett antal skillnader mellan dessa definitioner. Den första skillnaden gäller definitionen av *Bankruptcy* som i 1999 ISDA *Credit Derivative Definitions* var bredare än i de nya definitionerna från år 2003. Denna skillnad är inte aktuell numera eftersom de nya definitionerna inte längre innehåller en oklar del av definitionen *Bankruptcy* som kritiserats även av andra aktörer. När det gäller ISDAs definition *Failure to Pay* har Moody's konstaterat att denna definition omfattar utebliven betalning av varje *Borrowed Money* av den underliggande enheten. Moody's kreditvärdering brukar däremot endast inkludera *Bonds* och *Loans* vilket anses vara en snävare definition.²

När det gäller ISDAs definition av *Restructuring* har Moody's konstaterat att även denna definition skiljer sig från begreppet *Default*. Enligt Moody's är det nödvändigt att analysera vad eventuella minskningar av räntesatser eller kapitalbelopp eller uppskjutande av förfalldatum, som föreskrivs i *Section 4.7(a)(i), (ii) och (iii)*, innebär i ett konkret fall. Om fordringsägarna blir kompenserade av den underliggande enheten för dessa ändringar på något annat sätt föreligger kanske inte någon *diminished financial obligation* alltså en minskad betalningsförpliktelse. I sådana fall, där fordringsägarna får en annan kompensation, tolkas denna händelse av ISDA som *Restructuring* men Moody's tolkar inte den som *default*. Moody's har analyserat Consecos *Restructuring*, som nämnts i det föregående kapitlet, som var ett klart fall av *Restructuring* för ISDA och kommit till slutsatsen att Consecos enligt Moody's definition inte varit i *default*. Detta med hänsyn till samtliga omständigheter kring Consecos rekonstruktion och med hänsyn till vad Consecos fordringsägare erhållit på grund av rekonstruktionsavtalet.³ Moody's har konstaterat att även de övriga två fallen av *Restructuring* i *Section 4.7(a)(iv) och (v)* inte alltid stämmer med Moody's definition av *default*.⁴ Dessutom anser Moody's att man måste urskilja en frivillig rekonstruktion från en rekonstruktion som genomförs i domstol. En frivillig rekonstruktion beror kanske på fordringsägarens villighet och intresse av att behålla affärsrelationer med den underliggande enheten och detta intresse återspeglar sig kanske i rekonstruktionsvillkoren. Analyserar man samtliga omständigheter kring en sådan frivillig rekonstruktion där många intressen är inblandade kan man i vissa situationer komma till slutsatsen att en sådan rekonstruktion inte utgör *default* enligt Moody's men att den utgör en *Restructuring* enligt ISDAs definitioner.⁵

I samband med ISDAs definition *Obligation Acceleration* ser Moody's analys en risk att en skyddsköpare, som samtidigt är fordringsägare till den underliggande enheten, kan utnyttja den situationen till sin egen vinst. Skyddsköparen kan i denna situation först accelerera sin fordran och få betalt från den underliggande enheten och sedan utlösa *Credit Event* och få betalt även från skyddssäljaren. Moody's anser att i fall där den underliggande enheten betalat en accelererad fordran till fullo finns det ingen *default*, även om ISDA definierar detta som *Credit Event*.⁶

¹ Moody's, s. 5.

² Moody's, s. 6.

³ Moody's, s. 7.

⁴ Moody's, s. 8.

⁵ Moody's, s. 8.

⁶ Moody's, s. 10.

Moody's analys kommer till slutsatsen att *ISDAs* definitioner är bredare än Moody's definitioner i flera hänseenden. Av den anledningen täcker *ISDAs* definitioner bredare risker som inte kan matchas av Moody's definitioner och inte är lämpliga att inkluderas i dess kreditvärderingsmetod.¹

Diskussionen om förhållandet mellan *default* och *Credit Events* i denna avdelning visar för det första att avtal om kreditderivat fått en stor betydelse i finansvärlden. Eftersom det handlar om en standardiserad avtalsdokumentation försöker man, genom en sådan jämförelse med andra standardiserade dokument, bedöma vad som redan är känt och vad som är nytt i samband med avtal om kreditderivat. Detta är en process som pågår eftersom vissa ändringar av *ISDAs* definitioner är möjliga, särskilt i samband med Basel II reglerna. För det andra visar denna jämförelse hur detaljerad och sofistikerad bedömningen av kreditrisker som görs på en världsomfattande nivå är. Både *ISDA* och Moody's har för avsikt att genom sina definitioner täcka det som är gemensamt för samtliga eventuella insolvenssituationer eller situationer där en part inte fullgör sina betalningsförpliktelser. I analysen av sådana situationer finns det olika faser som definieras utförligt utan något direkt stöd i en bestämd nationell lagstiftning. Avsikten med detta är att identifiera och inkludera de moment som är gemensamma och som kännetecknar varje sådan fas i sådana förfaranden på den globaliserade marknaden. Det är klart att både *ISDAs* och Moody's dokumentation någon gång utgick från engelsk rätt men dessa dokument grundas mer på erfarenhet från en världsomfattande verksamhet, statistiska studier och ekonomiska beräkningar än på rättsregler. Med tillämpning av denna metod försöker man fånga upp och definiera det som är gemensamt för olika nationella lagstiftningar så att aktörer som ingår avtal om kreditderivat känner sig säkra att deras avtal inte strider mot tvingande nationella lagbestämmelser och att avtalet matchar deras behov och händelser som sker i verkligheten.

1.4 Publicly Available Information

Enkelt sagt fungerar avtal om kreditderivat på så sätt att avtalsparterna definierar en eller flera *Credit Events* och en uppgörelsemetod. Om en *Credit Event* inträffar blir skyddsköparen skyldig att skicka en *Credit Event Notice* med en beskrivning av *Credit Event* och sitt betalningskrav till skyddssäljaren. Därefter betalar skyddssäljaren ett visst belopp till skyddsköparen i enlighet med de regler om uppgörelsemetod som gäller mellan avtalsparterna. Detta är en kort beskrivning av avtalsmekanismen i *credit default swap*. Denna avtalsmekanism verkar vara enkel att tillämpa men det finns en fråga i denna avtalsmekanism som avtalsparterna kanske inte kan enas om. Denna fråga avser tidpunkten för när avtalsparterna får kännedom om och fastställer om en *Credit Event* verkligen inträffat. Denna fråga är viktig eftersom avtalsparterna inte alltid har riktig information om denna händelse. Det är möjligt att en *Credit Event* inträffar utan att avtalsparterna får kännedom om detta. Om avtalstiden för ett avtal om *credit default swap* har passerat och t.ex. skyddsköparen först därefter får kännedom om att en *Credit Event* inträffat kan skyddsköparen inte göra denna *Credit Event* gällande i förhållande till skyddssäljaren.² Detta visar hur viktigt det är för skyddsköparen att få information om *Credit Events* och att skicka den vidare till skyddssäljaren. Riktigheten av denna information är en annan viktig fråga i detta sammanhang. Hur skall avtalsparterna i ett avtal om kreditderivat enas om att en *Credit Event* inträffat? *Publicly Available Information* är en bestämmelse som föreskriver en metod som underlättar för avtalsparterna att fastställa och att enas avseende huruvida en konkret *Credit Event* inträffat eller inte.

¹ Moody's, s. 1.

² S. K. Henderson, *Credit Derivatives*, s. 20.

Publicly Available Information regleras i *Section 3.5*¹ av *2003 ISDA Credit Derivatives Definitions*. *Publicly Available Information* är enligt denna definition sådan information som skäligen styrker någon omständighet som beskrivs i *Credit Event Notice* och är relevant för en bedömning av om en *Credit Event* inträffat. Denna information skall vara publicerad i inte mindre än *Specified Number of Public Sources* oavsett om läsare eller användare av sådana informationskällor betalar för att skaffa sig informationen från dessa källor. När det gäller informationskällor finns det ett undantag i fall där en av parterna eller deras *Affiliates* blivit citerade som den enda informationskällan. I sådana fall skall denna information inte gälla som *Publicly Available Information*. Från detta undantag finns det ett undantag i fall när en av parterna eller deras *Affiliates* agerar i egenskap av agent eller en person i liknande ställning i förhållande till *Obligation*. I sådana situationer accepteras *Publicly Available Information* som kommit från denna källa. Begreppet *Affiliates*² avser varje person eller enhet som kontrolleras på ett direkt eller indirekt sätt av en annan person eller enhet. Ordet kontroll innebär i detta fall innehav av röstmajoritet i den kontrollerade personen eller enheten.

Publicly Available Information är även sådan information som kommit från eller publicerats av *Reference Entity*, alltså den underliggande enheten, som inte är part i det relevanta avtalet om kreditderivat. Det gäller också en statlig myndighet som inte är den underliggande enheten. Det är också en sådan information som kommit från en agent eller en person i liknande ställning i förhållande till *Obligation*. *Publicly Available Information* är även information från konkursansökan eller ett liknande förfarande som definieras i *Section 4.2 Bankruptcy* och som riktas mot den underliggande enheten. Det är också information från en annan inlägga som inlämnats till en domstol, tribunal, myndighet eller liknande.

Begreppet *Specified Number of Public Sources*, som regleras i *Section 3.78*, anger vilka informationskällor för *Publicly Available Information* som skall gälla i ett konkret avtal om kreditderivat. Om avtalsparterna inte specificerar dessa källor gäller i så fall *Section 3.7* som definierar ett antal världsomfattande informationskällor som publicerar affärsnyheter. Denna definition inkluderar även affärsnyheter från landet där den underliggande enheten är registrerad.

När man läser definitionen om *Publicly Available Information* blir man lite förvånad över att information som publiceras i ett antal bestämda medier blir avgörande för avtal om kreditderivat som ofta är värda flera miljoner USD. Man brukar alltid ta information som publiceras av media med en nypa salt men i detta fall är det endast den publicerade informationen som gäller mellan avtalsparterna. Det finns ingen möjlighet för skyddssäljaren

¹ Engelsk text – *Section 3.5*. "Publicly Available Information" means (a) information that reasonably confirms any of the facts relevant to the determination that the Credit Event or Potential Repudiation/Moratorium, as applicable, described in a Credit Event Notice or Repudiation/Moratorium Extension Notice has occurred and which (i) has been published in or on not less than the Specified Number of Public Sources, regardless of whether the reader or user thereof pays a fee to obtain such information; provided that, if either of the parties or any of their respective Affiliates is cited as the sole source of such information, then such information shall not be deemed to be Publicly Available Information unless such party or its Affiliate is acting in its capacity as trustee, fiscal agent, administrative agent, clearing agent or paying agent for an Obligation, (ii) is information received from or published by (A) a Reference Entity that is not a party to the relevant Credit Derivative Transaction (or a Sovereign Agency in respect of a Reference Entity which is a Sovereign) or (B) trustee, fiscal agent, administrative agent, clearing agent or paying agent for an Obligation, (iii) is information contained in any petition or filing instituting or proceeding described in *Section 4.2(d)* against or by Reference Entity or (iv) is information contained in any order, decree, notice or filing, however described, of or filed with a court, tribunal, exchange, regulatory authority or similar administrative, regulatory or judicial body.

² *Section 14 – Definitions 2002 ISDA Master Agreement*

att kontrollera informationen i fråga och eventuellt bestrida dess riktighet. På så sätt blir tillämpningen av *Publicly Available Information* ett objektivt element i *credit default swap* som utlöser skyddssäljarens betalningsskyldighet. Det blir också ett objektivt element avseende skyddsköparens rätt att kräva betalning från skyddssäljaren. Skyddsköparen har inte rätt att åberopa någon annan informationskälla än information som publicerats i media. Detta innebär att även om båda parterna fått kännedom om att *Credit Event* inträffat har skyddsköparen ingen rätt att kräva betalning från skyddssäljaren om denna information inte publicerats i media.

Denna lite konstiga avtalskonstruktion utvecklades som den bästa lösningen för fastställande om en *Credit Event* inträffat eller inte. Det finns flera anledningar till denna lösning. Den första anledningen är svårigheter som två avtalsparter i avtal om kreditderivat har att fastställa om en *Credit Event* inträffat i fall när dessa parter inte har någon relation till den underliggande enheten. Det är möjligt att t.ex. två avtalsparter i ett avtal om kreditderivat kommer från USA och ett europeiskt land och att den underliggande enheten ligger t.ex. i Mexico eller i Sydkorea. Om avtalsparterna vänder sig till den underliggande enheten med frågan om *Credit Event* inträffat får de med högsta sannolikhet inget svar på denna fråga. I en sådan situation är det bäst att förlita sig på informationskällor som båda parterna accepterar. På detta sätt undviker man tvister om *Credit Events* och möjliggör en snabb fullgörelse av parternas avtalsförpliktelser.¹

En annan anledning till införandet av *Publicly Available Information* var sekretessfrågor. Det är nämligen möjligt att skyddsköparen i en *credit default swap* samtidigt är borgenär i förhållande till den underliggande enheten. Skyddsköparen har kanske ingått *credit default swap* med skyddssäljaren med syfte att köpa kreditriskskydd för sina egna fordringar i förhållande till den underliggande enheten. Om den underliggande enheten inte betalar en förfallen fordran till skyddsköparen verkar det vara klart att skyddsköparen kan utlösa skyddssäljarens betalningsskyldighet i *credit default swap*. Men även i detta fall finns det omständigheter som komplicerar situationen och gör att det blir bättre att även i detta fall förlita sig på *Publicly Available Information*. En omständighet som ofta förekommer är t.ex. banksekretess. Om skyddsköparen är en bank och den underliggande enheten är bankens kund blir banken sekretessbunden avseende information om kundens återbetalning av lånet och även avseende mycket annat. En sekretessbunden skyddsköpare får alltså inte lämna sådan information till skyddssäljaren vilket innebär att skyddsköparen inte kan kräva betalning från skyddssäljaren även om *Credit Event* inträffat. Bryter skyddsköparen mot banksekretessen kan detta resultera i allvarliga rättsliga påföljder i många jurisdiktioner.² Även i sådana situationer är det bättre att förlita sig på *Publicly Available Information*.

Det andra problemet i samband med situationer där skyddsköparen är fordringsägare i förhållande till den underliggande enheten är skyddssäljarens misstänksamhet avseende riktigheten av information som kommer från skyddsköparen. En skyddssäljare är inte beredd att acceptera information om en *Credit Event* som kommer endast från skyddsköparen eftersom det finns en risk att skyddsköparen manipulerat informationen. Denna risk är svår att undvika eftersom skyddssäljaren har svårt att kontrollera uppgifter som skyddsköparen lämnat i *Credit Event Notice*. Av den anledningen föreskriver *Section 3.5* att information där en av parterna eller deras *Affiliates* blivit citerade som den enda informationskällan inte skall gälla som *Publicly Available Information*.

¹ C. Brown, s. 68.

² C. Whiteley, s. 711.

Användningen av *Publicly Available Information* i avtal om kreditderivat har blivit standard även om avtalsparterna får ändra denna bestämmelse och definiera ett annat sätt att fastställa existensen av *Credit Events*. Ändå har tillämpningen av bestämmelsen om *Publicly Available Information* inte alltid uppfyllt parternas förväntningar. Ekonomiska kriser som drabbade vissa länder under år 1998 var ett exempel på att de informationskällor som avtalsparterna i vissa avtal om kreditderivat angivit som gällande informationskällor inte publicerat information som parterna förväntat sig. Det gällde viktig information om viktiga aktörer på dessa marknader som redan blivit allmänt känd genom andra informationskällor. Men eftersom de avtalade källorna inte publicerat samma information kunde vissa skyddsköpare inte göra en *Credit Event* gällande i förhållande till sina respektive skyddssäljare. Informationskällor som avses i detta fall betecknas som "some of the most popular selected sources".¹ När sådana stora ekonomiska kriser drabbar en region, som t.ex. Sydostasien eller Ryssland, kan det hända att de internationellt kända informationskällorna inte publicerar information om varje konkurs som inträffat i regionen. Pålitligheten hos informationskällor i samband med tillämpning av *Publicly Available Information* har diskuterats även i samband med skillnaden mellan rykten och riktiga fakta. Ibland händer det att vissa informationskällor publicerar rykten som inte kontrollerats tillräckligt. I sådana fall kan det senare visa sig att *Publicly Available Information*, som avtalsparterna använt som underlag för sin uppgörelse, varit felaktig. En rättelse av den felaktiga *Publicly Available Information*, som kommit efter att avtalsparterna fullgjort sina förpliktelser, kan inte ändra något i parternas förhållande och kan inte vara grund för någon restitution.²

Användning av *Publicly Available Information* har i ett rättsfall³ väckt misstankar att informationskällan blivit manipulerad av en skyddsköpare att koppla relativt obetydlig information till annan viktigare information avseende samma underliggande enhet. Detta resulterade i publiceringen av en *Credit Event* i en situation där en sådan *Credit Event* inte annars skulle blivit publicerad.⁴ Detta visar att de effekter som avtalsparter förväntat sig av tillämpning av *Publicly Available Information* ibland uteblir.

Den avtalspart som vill göra gällande en *Credit Event* måste meddela motparten detta i form av en *Credit Event Notice* och en *Notice of Publicly Available Information*. I det andra meddelandet, som gäller *Publicly Available Information*, skall denna avtalspart ange informationsskällor och nödvändiga detaljer i samband med denna information. Eftersom både skyddssäljaren och skyddsköparen kan göra en *Credit Event* gällande och skicka *Notice of Publicly Available Information* till motparten kan man ställa sig frågan om skyddssäljaren har något intresse av att göra det. I ett sådant fall utlöser skyddssäljaren sin betalningsskyldighet själv vilket inte verkar vara logiskt. Ett bättre alternativ för skyddssäljaren kan vara att vänta till skyddsköparen skickar ett sådant meddelande. Men det finns även sådana situationer där skyddssäljaren kan vara motiverad att utlösa sin betalningsskyldighet själv. En sådan situation kan vara när skyddssäljaren förväntar sig att den underliggande obligationen kommer att förlora ännu mer av sitt värde i framtiden. I denna situation är det bättre för skyddssäljaren att utlösa sin betalningsskyldighet tidigare och minska sin skada.⁵ Detta också med hänsyn till att skyddsköparen inte är bunden av någon

¹ C. Brown.s. 69.

² S. K. Henderson, *Credit Derivatives*, s. 21.

³ Deutsche Bank AG v. ANZ Banking Group Ltd, QBD, den 28 maj 1999, kommenterad av C. Whiteley, s. 675-676; S. K. Henderson, English cases dealing with settlement provisions of the ISDA Master Agreement, *Journal of International Banking and Financial Law*, June 2000, s. 196-197.

⁴ C. Whiteley, s. 713.

⁵ S. K. Henderson, *Credit Derivatives*, s. 21.

tidsfrist att, inom avtalstiden, skicka *Credit Event Notice* och *Notice of Publicly Available Information*. I en sådan situation kan skyddsköparen också spekulera under en tid och vänta för att se om den underliggande obligationen förlorar ännu mer av sitt värde.¹ Det är också möjligt att en skyddssäljare sålt kreditriskskydd till flera skyddsköpare och samtidigt köpt skydd för samma kreditrisk hos en annan skyddssäljare. Om inte samtliga skyddsköpare utlöser skyddssäljarens betalningsskyldighet blir kanske skyddssäljaren hindrad att utlösa betalningsskyldighet för sin skyddssäljare. Av den anledningen har skyddssäljaren ett intresse av att utlösa sin betalningsskyldighet själv för att i sin tur kunna göra det vidare mot sin skyddssäljare.

1.5 Materiality

Materiality är en avtalsbestämmelse som inte är definierad i definitionerna men som förekommer i avtal om kreditderivat. Anledningen till detta är vissa svagheter av *Publicly Available Information* som nämnts i den föregående avdelningen. Ibland händer det att rykten om den underliggande enheten blir publicerade och det senare visar sig att ryktena varit oriktiga eller osanna. Ibland är informationen om den underliggande enheten visserligen riktig och sann men det visar sig senare att den inte haft någon betydelse i förhållande till den underliggande enhetens finansiella ställning. Av den anledningen avtalar ofta avtalsparter om att värdet på den underliggande obligationen måste gå ner under en viss nivå som ett villkor för att kunna utlösa skyddssäljarens betalningsskyldighet.² Det är möjligt att utveckla olika mekanismer för att mäta prisskillnader och jämföra dem med några andra värden.³

Bestämmelsen *Materiality* har delvis analyserats i den första delen av avhandlingen. Denna mekanism har inte större betydelse för denna avhandling och kommer inte att analyseras i denna avdelning.

1.6 Uppgörelsemetoder

De uppgörelsemetoder som tillämpas enligt *2003 ISDA Credit Derivatives Definitions* kallas för *Physical Settlement* och *Cash Settlement*. Vilken uppgörelsemetod som skall tillämpas i ett konkret avtal bestämmer avtalsparterna vanligtvis när de ingår avtalet. Det är också möjligt att avtala att skyddsköparen eller skyddssäljaren får rätt att bestämma uppgörelsemetoden först när en *Credit Event* inträffat.⁴ Dessa metoder har delvis analyserats i det föregående kapitlet utan några detaljer och förklaringar som är viktiga för deras tillämpning. Nedan följer en utförligare analys av dessa två uppgörelsemetoder.

1.6.1 Physical Settlement

Denna uppgörelsemetod regleras i *2003 ISDA Credit Derivatives Definitions* från *Section 8.1* till och med *8.11*. Samtliga dessa bestämmelser kommer inte att analyseras i denna avdelning eftersom de innehåller många detaljer som inte har större betydelse för denna analys. *Section 8.1*⁵ är däremot viktigast för denna uppgörelsemetod och denna definition skall analyseras

¹ S. K. Henderson, *Credit Derivatives*, s. 22.

² A. Hudson, *Law on Financial Derivatives*, 3 uppl., London, 2002, para 2-123.

³ S. K. Henderson, *Credit Derivatives*, s. 21-24.

⁴ C. Brown, s. 73.

⁵ Engelsk text – *Section 8.1* (endast det första stycket citeras). If "Physical Settlement" is specified in relation to a Credit Derivative Transaction, Buyer shall, subject to Sections 3.1 and 9.2(c)(ii), on or prior to the Physical Settlement Date, Deliver to Seller the Deliverable Obligations specified in the Notice of Physical Settlement and Seller shall pay to Buyer the Physical Settlement Amount that corresponds to the Deliverable Obligations

först. Enligt denna bestämmelse innebär *Physical Settlement* att skyddsköparen skall, till ett visst datum, till skyddssäljaren överlåta *Deliverable Obligations* som specificerats i *Notice of Physical Settlement*. Samtidigt skall skyddssäljaren till skyddsköparen betala *Physical Settlement Amount* som är fastställd i *Confirmation* och motsvarar *Deliverable Obligations* som skyddsköparen skall överlåta till skyddssäljaren. Denna bestämmelse avspeglar grundidén med *credit default swap* där en part, som heter skyddsköparen, med motparten, som heter skyddssäljaren, utbyter sin fordran mot kontant betalning. Skyddsköparens ekonomiska motiv att ingå en sådan transaktion är att behålla sin ekonomiska position oförändrad i fall när *Obligations* värde ändras, antagligen minskas, på grund av en av de avtalade händelserna dvs. *Credit Events*.¹

När det gäller betalningen som skyddssäljaren gör vid *Physical Settlement* är detta en mindre komplicerad skyldighet jämfört med överlåtelsen av *Deliverable Obligations* som skyddsköparen gör. Beloppet som skyddssäljaren betalar till skyddsköparen kallas för *Physical Settlement Amount* och detta är det belopp som avtalsparterna avtalat vid avtalsingåendet. Detta belopp kan ändras under tiden vilket innebär att beloppet kan bli mindre eftersom den underliggande enheten kanske betalat en del av sin skuld avseende den bestämda *Obligation* innan *Credit Event* inträffat. Denna metod att minska skyddssäljarens betalningsförpliktelse genom kalkylering av det som den underliggande enheten betalat kallas för *Reference Price*. Samtliga dessa begrepp och ett stort antal andra begrepp definieras i olika definitioner i *2003 ISDA Credit Derivatives Definitions*. I denna avdelning citeras för tydlighetens skull endast ett mindre antal av de definitioner som reglerar *Physical Settlement*.

Till skillnad från skyddssäljarens betalningsförpliktelse är skyddsköparens förpliktelse att överlåta *Deliverable Obligations* definierad på ett mycket mer detaljerat sätt. Dessa detaljerade definitioner börjar med definitionen av begreppet *Deliver* i *Section 8.2*.² Detta begrepp översätts som överlåtelse i denna avhandling men definitionen av *Deliver* omfattar olika engelska termer som innebär överlåtelse i en bredare mening inklusive bl.a. *novation* vilket är partsbyte i ett avtal. Dessutom föreskriver denna bestämmelse att fordringar som överlåts skall vara klara vilket innebär att motparten inte har någon motfordran, att motparten inte bestridit dessa fordringar och att tredje parter inte har några rättigheter avseende dessa fordringar. Begreppet *Deliver* omfattar även situationer där skyddsköparen deltar i *Direct Loan Participations*. Även detta begrepp är definierat i definitionerna men citeras inte i denna

that Buyer has Delivered. If Buyer Delivers Deliverable Obligations in an amount greater than the Deliverable Obligations specified in the Notice of Physical Settlement, Seller shall not be required to pay more than the Physical Settlement Amount that corresponds to the Deliverable Obligations specified in the Notice of Physical Settlement. For purposes of the foregoing, Delivery by Buyer and payment by Seller shall be made in accordance with market practice applicable to the Deliverable Obligation on the Delivery Date.

¹ C. Brown, s. 73.

² Engelsk text- Section 8.2 Deliver. "Deliver" means to deliver, novate, transfer (including, in the case of a Qualifying Guarantee, transfer of the benefit of the Qualifying Guarantee), assign or sell, as appropriate, in the manner customary for the settlement of the applicable Deliverable Obligations (which shall include executing all necessary documentation and taking any other necessary actions), in order to convey all right, title and interest in the Deliverable Obligations specified in the Notice of Physical Settlement to Seller free and clear of any and all liens, charges, claims or encumbrances (including, without limitation, any counterclaim, defence (other than a counterclaim or defence based on the factors set forth in Section 4.1(a)-(d)) or right of set off by or of the Reference Entity or, as applicable, an Underlying Obligor); provided that to the extent that the Deliverable Obligations consist of Direct Loan Participations, "Deliver" means to create (or procure the creation) of a participation in favour of the Seller and to the extent that the Deliverable Obligations consist of Qualifying Guarantees, "Deliver" means to Deliver both the Qualifying Guarantee and the Underlying Obligation. "Delivery" and "Delivered" will be construed accordingly. In the case of a Loan, Delivery shall be effected using documentation substantially in the form of the documentation customarily used in the relevant market for Delivery of such Loan at that time.

avdelning. Olika *loan participations* avser för det mesta banker som bildar en grupp som deltar i utlåning av en större summa till en långivare. Anledningar till att banker eller andra aktörer gör detta kan vara olika. I de flesta fall handlar det om att sprida risker så att ett större antal långivare var för sig tar en mindre del av risken men i vissa fall blir aktörerna tvungna att göra så på grund av lagstiftningsrestriktioner. Det som är viktigt avseende överlåtelse av en *Deliverable Obligation* som avser en sådan *participation* är att skyddsköparen, som överlåter en sådan *participation* fordran till skyddssäljaren, skall se till att skyddssäljaren blir accepterad i en sådan grupp av långivare under samma villkor.

En annan viktig fråga i samband med *Physical Delivery* är vad som anses vara en *Deliverable Obligation* och hur man definierar den. Historiskt sett är den mest populära *Deliverable Obligation* just *Reference Obligation*¹ när den definieras som *Deliverable Obligation* och under den beteckningen preciseras i *Confirmation*. En skyddsköpare som t.ex. har en *Bond*, alltså en obligation, och som köpt kreditriskskydd för denna *Bond*, kan i fall denna *Bond* tappas sitt värde, överlåta just denna *Bond* till skyddssäljaren när *Physical Settlement* är avtalad som uppgörelsemetod. I ett sådant fall avtalar avtalsparterna om att endast denna *Bond* och inget annat skall vara *Deliverable Obligation* vilket i *Confirmation* preciseras som *Reference Obligation Only* i rubriken *Deliverable Obligations*. Men i de flesta fall avtalar avtalsparterna även om andra *Deliverable Obligations*. Detta resulterar i att skyddsköparen till skyddssäljaren får överlåta en annan fordran på den underliggande enheten som inte är den nämnda *Bond*. På detta sätt får skyddsköparen behålla denna *Bond* och till skyddssäljaren överlåta t.ex. en lånefordran mot den underliggande enheten som han haft eller som han köpt senare. Det är också möjligt att skyddsköparen aldrig haft *Bond* i fråga och att han planerat köpa den på marknaden i fall av *Credit Event* för att överlåta den till skyddssäljaren. Om skyddsköparen inte kan köpa denna preciserade *Bond* har han kanske möjlighet att köpa någon annan fordran mot den underliggande enheten och överlåta denna fordran till skyddssäljaren. Det får skyddsköparen göra endast om flera *Deliverable Obligations* är avtalade mellan honom och skyddssäljaren.

När det gäller de övriga *Deliverable Obligations* är de också definierade i definitionerna på ett sätt som hindrar skyddsköparen att till skyddssäljaren överlåta fordringar med t.ex. sämre förmånsrätt eller liknande. Detta regleras i *Section 2.20. Method for Determining Deliverable Obligations*. Denna definition är omfattande och det är inte nödvändigt att citera den i dess helhet. Det är viktigt att notera att avtalsparterna kan bestämma en kategori av *Deliverable Obligations* bland flera olika kategorier som definieras i *Section 2.20*. En kategori är t.ex. *Payment* som avser varje betalningsförpliktelse av den underliggande enheten. En annan kategori är *Bond* vilket kan vara obligationer. Det finns även kategori *notes* eller andra värdepapper som intygar en skuld av den underliggande enheten. *Loan* är också en definierad kategori som avser den underliggande enhetens återbetalningsförpliktelse av ett lån eller andra typer av betalningar från den underliggande enheten. Det finns även en kategori som kallas för *Bond or Loan* och kombinationer av dessa kategorier.

Förutom kategori, bestämmer avtalsparterna i *Confirmation* vissa närmare egenskaper hos *Deliverable Obligations*. På detta sätt fastställer parterna t.ex. att *Deliverable Obligations* inte skall ha en sämre förmånsrätt i förhållande till *Obligation*. Avtalsparterna kan också precisera att *Deliverable Obligations* avser en viss valuta eller att de t.ex. inte avser en lokal valuta. Avtalsparterna får också fastställa att *Deliverable Obligations* skall förfalla inom en bestämd tid. Parterna kan också avtala om att *Deliverable Obligations* inte får vara villkorade på något

¹ C. Brown, s. 73.

sätt. Denna egenskap anses vara viktig och definieras separat inom *Section 2.20* där den kallas för *Not Contingent*.¹ I fall där avtalsparterna bestämmer en viss kategori av *Deliverable Obligation* kan man precisera vad som är specifikt för just denna kategori. Om avtalsparter väljer t.ex. *Loan* kan man precisera att lånefordran måste vara överlåtbar, att det inte krävs godkännande av den underliggande enheten eller av en tredje person för en sådan överlåtelse och liknande.

Det finns situationer när skyddsköparen av någon anledning inte kan överlåta *Deliverable Obligations* till skyddssäljaren. En sådan anledning kan vara t.ex. att skyddsköparen inte kunnat köpa dessa fordringar på marknaden, att fordringarna inte är överlåtbara eller något annat. Definitionerna innehåller även bestämmelser som föreskriver hur man löser en sådan situation. När det gäller *Bonds* blir skyddssäljaren skyldig att själv försöka köpa dessa *Bonds* på marknaden. I fall att skyddssäljaren hittat och köpt de avtalade *Bonds* skall han dra av den kostnaden från sin utbetalning till skyddsköparen. Detta är skyddssäljaren skyldig att göra om skyddsköparen, som angivit vissa bestämda *Bonds* i sitt meddelande om *Physical Settlement*, inte överlåter dessa *Deliverable Obligations* inom fem dagar. Under de följande två dagarna skall alltså skyddssäljaren försöka köpa *Bonds* på marknaden. Om skyddssäljaren inte lyckas med inköp av *Bonds* tillämpas *Cash Settlement* som uppgörelsemetod i stället för *Physical Settlement*.²

Det finns också definitioner som reglerar situationer när skyddsköparen inte kan överlåta *Loan* till skyddssäljaren. Definitionerna föreskriver att i sådana fall en alternativ överlåtelse skall tillämpas. För tillämpning av denna alternativa överlåtelse måste vissa villkor avseende detta *Loan* vara uppfyllda. Ett villkor är att det måste vara ett lån där godkännande krävs för överlåtelse av fordran vilket godkännande skyddsköparen inte fått. Det kan också vara en *participation* där skyddsköparen inte kunnat åstadkomma att skyddssäljaren träder in i *participation* avtalet istället för skyddsköparen.

Nästa villkor för tillämpning av en alternativ överlåtelse i dessa situationer är att skyddsköparen bekräftar att han gjort *reasonable efforts* att anskaffa det nödvändiga godkännande som behövts för överlåtelse av lånefordran eller för partsbyte i *participation* avtalet. Begreppet *reasonable efforts* anses inte vara särskilt betungande i engelsk rätt jämfört med t.ex. begreppet *best endeavours*. Skillnaden mellan dessa två formuleringar i engelsk rätt analyseras i kap. 5. När även detta villkor uppfyllts får skyddsköparen överlåta ett annat lån eller *Bond*, som inte angivits i *Notice of Physical Settlement*, om dessa fordringar är överlåtbara och är av samma kategori som den angivna *Deliverable Obligation*. En obligation, alltså *Bond*, som överlåts på detta sätt, får inte vara utställd till innehavaren. Om skyddsköparen inte kan köpa och överlåta en fordran genom en sådan alternativ överlåtelse inom 15 dagar får skyddssäljaren söka en innehavare av en sådan fordran som är villig att

¹ Engelsk text - Section 2.20(b)(i). "Not Contingent" means any obligation having as of the Delivery Date and all times thereafter an outstanding principal balance or, in the case of obligations that are not Borrowed Money, a Due and Payable Amount, that pursuant to the terms of such obligation may not be reduced as a result of the occurrence or non-occurrence of an event or circumstance (other than payment). A Convertible Obligation, an Exchangeable Obligation and an Accreting Obligation shall satisfy the Not Contingent Deliverable Obligation Characteristic if such Convertible Obligation, Exchangeable Obligation or Accreting Obligation otherwise meets the requirements of the preceding sentence so long as, in the case of a Convertible Obligation or an Exchangeable Obligation, the right (A) to convert or exchange such obligation or (B) to require the issuer to purchase or redeem such obligation (if the issuer has exercised or may exercise the right to pay the purchase or redemption price, in whole or in part, in Equity Securities) has not been exercised (or such exercise has been effectively rescinded) on or before the Delivery Date.

² E. O'Connel, K. Boggiano

sälja den. Om skyddssäljaren hittar en sådan innehavare av en sådan fordran får han kräva att skyddsköparen köper denna fordran och överlåter den till skyddssäljaren. Om skyddsköparen inte kan överlåta *Deliverable Obligations* på grund av att detta blivit omöjligt eller på grund av att det blivit ogiltigt att överlåta en sådan fordran tillämpas i detta fall *Cash Settlement* i stället för *Physical Settlement*.¹

1.6.2 Rättspraxis avseende *Physical Delivery*

I engelsk rättspraxis har nyligen kommit ett rättsfall² som avser *Physical Delivery* och frågan vad som anses vara *Deliverable Obligation* enligt de gamla definitionerna från år 1999. När det gäller rättsfrågan som domstolen analyserat i detta rättsfall skiljer sig den nya definitionen *Not Contingent* från den gamla på det sättet att den gamla definitionen inte var tillräckligt detaljerad. Definitionen *Not Contingent* finns i de gamla definitionerna från år 1999 i *Section 2.18(b)(vii)*. Rättsfallet avgördes i februari år 2003 i *High Court of Justice Queen Bench Division Commercial Court*, alltså inte i Högsta Domstolen i England.

Rättsfallet handlar om en *credit default swap* mellan skyddsköparen *Nomura International Plc* (Nomura) och skyddssäljaren *Credit Suisse First Boston (CSFB)*. Rättsfrågan var om Nomura haft rätt att genom *Physical Delivery* till CSFB som *Deliverable Obligations* överlåta s.k. *Exchangeable Bonds* av den underliggande enheten *Railtrack plc*. Dessa obligationer, som alltså ställts ut av den underliggande enheten, bär ränta om 3,5% och förfaller till betalning år 2009. Nomura köpte skydd för sammanlagt 10 miljoner USD och betalade för detta ett pris på 0,47% av detta belopp årligen till skyddssäljaren CSFB. Nomuras yrkande i domstolen var egentligen ett skadeståndskrav där domstolen hade att bedöma om CSFB haft rätt att vägra överlåtelse av de nämnda *Exchangeable Bonds* och att avgöra om CSFB varit skadeståndsskyldig gentemot Nomura.

Nomura och CSFB hade ingått *ISDA Master Agreement*, som styrt deras samtliga derivat- och kreditderivattransaktioner. Avseende kreditderivattransaktionen i fråga ingick dessa parter *ISDA Confirmation* som inkluderat *1999 ISDA Credit Derivatives Definitions*. Avtalet mellan dessa två avtalsparter blev gällande den 18 januari 2000. *Reference Entity* var alltså *Railtrack plc.*, *Reference Obligation* var *Railtracks Non-Exchangeable Bonds* med 5,875% ränta som förfaller år 2009 och uppgörelsemetoden var *Physical Settlement*. Avtalsparterna fastställde i *Confirmation* bl.a. flera *Credit Events* och dessutom fastställde parterna kategorin av *Deliverable Obligations* till *Bond or Loan*. Vissa egenskaper av dessa *Deliverable Obligations* fastställdes också där men definitionen *Not Contingent* blev inkluderad.

En av de avtalade *Credit Events* inträffade under avtalstiden vilket accepterades av båda parter. Nomura lämnade då till CSFB s.k. *Notice of Intended Physical Settlement* där de ovan nämnda *Exchangeable Bonds* angavs som *Deliverable Obligations*. CSFB vägrade ta emot dessa *Exchangeable Bonds* med motiveringen att de var villkorade, dvs. att de inte uppfyllt villkoret *Not Contingent* som stipulerats i *Confirmation*. Nomura agerade då på ett sätt som skulle minska skadan för båda parterna, genom att sälja dessa *Exchangeable Bonds* och köpa nya *Non-Exchangeable Bonds* i samma referensenhet, *Railtrack*. I denna transaktion förlorade Nomura över en miljon USD och yrkade detta belopp i sin talan mot CSFB. Domstolen hade alltså att avgöra frågan om de *Exchangeable Bonds* som Nomura haft för avsikt att överlåta

¹ E. O'Connell, K. Boggiano

² *Nomura International Plc v. Credit Suisse First Boston International*, Case 2002, Folio 545, High Court of Justice Queen Bench Division Commercial Court, West Law International 933569

till CSFB varit villkorade eller inte och att avgöra om CSFB var skadeståndsskyldig gentemot Nomura.

Exchangeable Bonds i fråga innehöll detaljerade villkor som sammanfattningsvis gav obligationsinnehavaren rätt att erhålla betalning av kapitalbelopp och ränta den 18 mars 2009. Utställaren av dessa obligationer, Railtrack, hade enligt obligationsbestämmelserna ingen rätt att utbyta eller konvertera betalning av kapital och ränta till någon annan typ av betalning eller till aktiekapital. Däremot hade innehavarna till dessa obligationer en sådan rättighet under vissa villkor. Samma rättighet hade också en *trustee*, som förvaldade obligationerna för innehavarnas räkning som ett slags förtroendeman eller förvaltare, avseende utbyte eller konvertering. Vid utställandet av dessa obligationer var det stipulerat att obligationerna skall förvaltas av en sådan *trustee*. Sådana obligationstyper, alltså *Exchangeable Bonds*, som ger innehavaren, men inte utställaren rätt att byta dem eller konvertera dem under vissa villkor kallas för *vanilla convertibles*. Sådana obligationer som inte innehåller sådana utbytes- eller konverteringsklausuler kallas för *Non – Exchangeable Bonds* eller *pure vanilla*.

Innehavares rätt att konvertera de *Exchangeable Bonds* som Nomura försökte överlåta till CSFB var fastställd på så sätt att 10 miljoner USD skulle konverteras till aktier genom tillämpning av ett fastställt pris på 18,40 USD per aktie. Man kan tänka sig att en innehavare av sådana obligationer skulle konvertera dem till aktier endast om aktiepriset stiger över 18,40 USD. Därefter kan en sådan innehavare sälja aktierna och få en vinst genom denna transaktion. Denna rätt som en innehavare får stipulerad i en obligation, nämligen att konvertera obligationer till aktier och eventuellt få en vinst på detta sätt, brukar resultera i en lägre ränta på sådana *Exchangeable Bonds*. Det som var oklart och oacceptabelt för CSFB i detta rättsfall var en klausul om en automatisk konvertering som *trustee* var skyldig att göra i fall att aktiepriset överstiger 5% av det sammanlagda värdet av kapital och ränta på obligationerna. Efter denna automatiska konvertering var *trustee* skyldig att sälja aktier så fort som möjligt och sedan behålla kontanterna till förmån för innehavarna av *Exchangeable Bonds*. CSFB argumenterade att denna automatiska konvertering och försäljning av aktier innehöll en risk för förlust. Denna risk såg CSFB i den korta perioden mellan konvertering till aktier och försäljning av aktier. CSFB förklarade att det var möjligt att konvertering sker före en helg och försäljning av aktier först efter helgen. Det har visat sig i andra fall att aktiepriser kan gå ner under en helg, ibland drastiskt, vilken risk CSFB inte var beredd att acceptera.

Domstolen avgjorde denna tvist till Nomuras fördel och argumenterade på så sätt att obligationer som innehåller bestämmelser som ger innehavaren sådana utbytes- eller konverteringsrättigheter inte kan betraktas som villkorade dvs. *Contingent*. Detta särskilt med hänsyn till omständigheten att en sådan obligationsinnehavare själv får avgöra om han vill genomföra sådana konverteringstransaktioner eller inte. Ingen extern faktor eller händelse kan i sådana fall påverka obligationsinnehavarens beslut angående ett sådant utbyte eller konvertering. Obligationsinnehavaren får alltså fritt avgöra vilka rättigheter stipulerade i obligationen han tar i anspråk och i vilken situation.

Däremot ansåg domstolen att sådana obligationer där utställaren förbehåller sig rätten att byta ut eller att konvertera obligationerna till aktier eller förbehåller sig rätt att återköpa obligationerna under vissa villkor anses vara villkorade. Sådana obligationer är villkorade därför att utställarens rättigheter påverkar återbetalning av kapital och ränta enligt obligationerna av två anledningar. Den första anledningen är att en innehavare av en sådan obligation inte har kontroll över utställarens agerande och att det inte finns möjlighet att påverka det. Den andra anledningen är att utställaren sannolikt kommer att utnyttja sina

rättigheter till sin förmån vilket, rent kommersiellt, kan resultera i ett slags förlust för obligationsinnehavaren.

I det konkreta fallet var det inte sannolikt att den automatiska konverteringen, som *trustee* varit skyldig att fullgöra enligt *Exchangeable Bonds*, skulle kunna inträffa. Domstolen bedömde att möjligheten att priset på Railtracks aktier skulle stiga i en situation där Railtrack kopplas till en *Credit Event* var nästan obefintliga. Tvärtom skulle man snarare förvänta sig att aktiepriset går ner som en följd av en *Credit Event* som dessutom var publicerad i informationskällor. Av den anledningen kunde man inte förvänta sig att *trustee*, alltså förtroendemannen som förvaltat obligationerna till innehavarnas förmån, skulle komma att konvertera obligationer till aktier vid ett högt aktiepris. Enligt domstolen skall uttrycket *Not Contingent* från ISDA:s definitioner tolkas på så sätt, att återbetalning av kapital och ränta enligt en obligation, inte får vara villkorad av externa faktorer över vilka obligationsinnehavaren inte har kontroll. Om obligationsinnehavarna däremot har rätt att fritt bestämma om utbyte eller konvertering av obligationer skall dessa bestämmelser inte tolkas som villkorade. Slutligen kom domstolen till slutsatsen att de *Exchangeable Bonds* som Nomura försökt överlåta till CSFB var *Not Contingent*, alltså inte villkorade, och att CSFB inte haft rätt att vägra denna överlåtelse. Domstolen förpliktade CSFB att ersätta Nomura det yrkade beloppet som utgjort prisskillnad mellan *Exchangeable Bonds* som CSFB vägrat acceptera och som Nomura sålt på marknaden och *Non Exchangeable Bonds* som Nomura senare köpt och överlåtit till CSFB. Dessutom blev CSFB förpliktad att till Nomura betala ersättning för kursförlust mellan sterling och USD. Denna kursförlust uppstod i förhållande till det datum när CSFB blev skyldig att betala det nominella värdet på obligationerna alltså tio miljoner USD och det senare datum när CSFB fullgjort denna betalning.

Det är viktigt att notera att definitionen *Not Contingent* i *Section 2.18(b)(vii)* i de gamla definitionerna från år 1999, som tillämpats i detta rättsfall, var ganska kort och oklar. Den nya *Not Contingent* definitionen i *Section 2.20(b)(i)* av de nya definitionerna från år 2003 är numera kompletterad. Dessutom har nya definitioner av *Convertible Obligation*, *Exchangeable Obligation* och *Accreting Obligation* tillkommit i *Section 8.7* som har titeln *Provisions Applicable to Convertible, Exchangeable and Accreting Obligations*.

Convertible Obligation är enligt den nya definitionen en fordran som kan konverteras, i sin helhet eller delvis, till aktier endast av innehavare av en sådan fordran eller av en förtroendeman eller agent som agerar till innehavares förmån. Enligt den nya definitionen innebär *Exchangeable Obligation* en fordran som kan utbytas, i sin helhet eller delvis, till aktier endast av innehavare av en sådan fordran eller av en förtroendeman eller agent som agerar till innehavares förmån. Ordet "aktier" som används i denna beskrivning är inte helt riktigt eftersom båda dessa definitioner använder uttrycket *Equity Securities* som också definieras i *Section 8.7*.

Det verkar vara så att de nya definitionerna från år 2003, genom dessa kompletteringar, har skapat en klarhet i tvistefrågan som varit anledning till tvist mellan Nomura och CSFB. Å andra sidan måste man vara medveten om att olika andra instrument i finansvärlden också är under utveckling på samma sätt som avtal om kreditderivat. Det kommer säkert att utvecklas nya former av de existerande instrumenten och även nya typer av instrument på den finansiella marknaden och dessa instrument kan förekomma i kreditderivatransaktioner som *Obligations*, *Deliverable Obligations* och liknande. Detta innebär att även *ISDA Documentation* i framtiden skall följa den utvecklingen och anpassas till de kommande ändringarna.

1.6.3 Cash Settlement

Denna uppgörelsemetod regleras i *2003 ISDA Credit Derivatives Definitions* från *Section 7.1* till *Section 7.16*. Dessa definitioner är omfattande och innehåller många detaljer, särskilt avseende metoder för fastställande av marknadspriser av *Obligation*. Av denna anledning skall endast de viktigaste definitionerna analyseras i denna avdelning.

Cash Settlement, som delvis beskrivits tidigare i denna avhandling, skiljer sig från *Physical Settlement* på det sättet att skyddsköparen inte överlåter något till skyddssäljaren vid inträffande av *Credit Event*. Vid *Cash Settlement* blir skyddssäljaren skyldig att till skyddsköparen betala ett belopp som kallas för *Cash Settlement Amount*. Detta belopp räknas ut på så sätt att marknadspriset på *Reference Obligation*, dvs. den underliggande obligationen, fastställs efter att en *Credit Event* inträffat. Detta pris dras av från den underliggande obligationens värde som fastställts vid avtalsingåendet och skyddssäljaren betalar därefter resten till skyddsköparen.

Man kan ta ett exempel där den underliggande obligationens värde fastställts som 100 i *Confirmation* vid avtalsingående. Efter att en *Credit Event* inträffat fastställs den underliggande obligationens marknadsvärde till 40. När *Cash Settlement* tillämpas som uppgörelsemetod blir skyddssäljaren skyldig att till skyddsköparen betala skillnaden mellan 100 och 40 vilket är 60. Detta är alltså en skillnad mellan två värden på den underliggande obligationen, den första som gällt före *Credit Event* och det andra som gäller efter att *Credit Event* inträffat. I detta fall har skyddsköparen ingen skyldighet att överlåta något till skyddssäljaren. Det spelar ingen roll om köparen äger *Reference Obligation* dvs. den underliggande obligationen eller inte. Om skyddsköparen äger den underliggande obligationen får han behålla den för sig själv eller göra vad han vill med den. Om skyddsköparen inte äger den underliggande obligationen spelar inte heller någon roll eftersom han inte blir skyldig att skaffa den eller någon *Deliverable Obligation* för att överlåta till skyddssäljaren.¹

Exemplet ovan verkar vara enkelt men det finns en fas i *Cash Settlement* som kan vara ganska komplicerad. Denna fas är fastställandet av den underliggande obligationens marknadspris. Denna fas är viktig eftersom marknadspriset kan variera kraftigt under korta perioder efter att en *Credit Event* inträffat och det tar tid innan det stabiliserar sig. Dessutom kan det ibland vara svårt att fastställa något pris alls om den underliggande obligationen inte omsätts på marknaden. I sådana situationer där priset på den underliggande obligationen inte kan fastställas anses det vara noll. Om priset anses vara noll blir skyddssäljaren skyldig att till skyddsköparen betala hundra procent av den underliggande obligationens värde vilket är det sämsta alternativet skyddssäljaren räknat med.

När det gäller fastställandet av marknadspriset på den underliggande obligationen kan denna metod vara mycket komplicerad ur ekonomisk och matematisk synpunkt. Av denna anledning skall denna metod analyseras nedan endast i huvuddrag. Avtalsparter som ingår ett avtal om kreditderivat får välja *Valuation Method* som definieras i *Section 7.5* av *2003 ISDA Credit Derivatives Definitions*. Det finns två värderingsmetoder att välja emellan. Vid tillämpning av den första metoden fastställs marknadspriset av *Calculation Agent* själv. Vid tillämpning av den andra metoden fastställs priset av *Calculation Agent* på grund av anbud från fem *Dealers*

¹ C. Brown s. 75-76.

som *Calculation Agent* anskaffat. När det gäller uträkningen av ett marknadspris som angivits i olika anbud finns det också metoder där det högsta priset eller ett genomsnittspris skall gälla. Metoden för värdering och priskalkylering fastställer avtalsparterna vid avtalsingåendet. Om de inte gör detta gäller den metod som definieras i *Section 7.5*. Dessa metoder och priskalkylering varierar beroende på om det endast finns en underliggande obligation eller om det handlar om flera sådana.

Det finns även utförliga definitioner av vad som anses vara *Market Value*, vilket regleras i *Section 7.6*. Det är också reglerat på vilket sätt *Calculation Agent* anskaffar anbud från *Dealers* och räknar ut det s.k. *Final Price*. Detta regleras i *Section 7.7* som har titeln *Quotation*. Dessa definitioner skall inte närmare analyseras i denna avdelning men man kan konstatera att deras syfte är att möjliggöra att det riktiga marknadspriset fastställs. Ett viktigt element i fastställandet av marknadspriset är som sagts det datum detta görs. Det är allmänt känt att priset på en underliggande obligation påverkas mest direkt efter inträffandet av en *Credit Event*. Av den anledningen blir det kanske inte helt rätt att endast ta upp detta pris i kalkylerna. Det finns en uppfattning att detta pris inte är alltid realistiskt.¹ *Section 7.8*, som har titeln *Valuation Date*, ger flera alternativ avseende datum för fastställande av priset. Ett alternativ kan vara att endast ett datum gäller för fastställande av marknadspriset vilket kallas för *Single Valuation Date*. Det andra alternativet är att välja flera datum vilket kallas för *Multiple Valuation Dates*. Väljer man flera datum under en tidsperiod kan man räkna ut ett genomsnittspris från olika enskilda marknadspriser som man får på detta sätt. Den andra metoden med flera datum för fastställande av marknadspriser på den underliggande obligationen är inte alltid passande för skyddssäljare som i sin tur har köpt kreditriskskydd i förhållande till samma risk.

Begreppet *Calculation Agent* förekommer i samband med fastställande av marknadspriset på den underliggande obligationen inom *Cash Settlement* uppgörelsemetoden. Detta begrepp definieras i *Section 1.14* på ett utförligt sätt som inte närmare skall redovisas i denna avdelning. Det viktigaste i detta sammanhang är att *Calculation Agent* kan vara en av avtalsparterna eller en tredje person vilket parterna fastställer i *Confirmation* vid avtalsingåendet. I egenskap av *Calculation Agent* har denna person flera viktiga uppgifter. Ett antal av dessa uppgifter är kopplade till vissa definitioner som inte analyseras i denna avhandling men när det gäller *Cash Settlement* har *Calculation Agent* en huvudroll. Denna roll inkluderar anskaffande av anbud från *Dealers* och fastställande av *Final Price* på den underliggande obligationen. *Calculation Agent* skall i vissa situationer också bestämma vilka *Dealers* som han skall kontakta för att anskaffa anbud avseende marknadspriset på den underliggande obligationen. *Calculation Agent* skall också bestämma på vilket sätt upplupen ränta i samband med den underliggande obligationen skall beräknas, han skall konvertera fordringar till en annan valuta, bestämma den tillämpliga valutakursen och liknande. En *Calculation Agent* skall alltid agera i god tro. Begreppet *Calculation Agent* förekommer också i samband med *Physical Settlement* men agentens roll i denna uppgörelsemetod är inte så viktig och avser uträkningar av tidsfrister och liknande åtaganden.

Ett annat begrepp som förekommer i samband med *Cash Settlement* är begreppet *Dealer*. Detta begrepp definieras i *Section 7.15* på så sätt att *Quotations* dvs. anbud, som ligger till grund för fastställandet av *Final Price*, skall anskaffas av personer vilkas namn skall vara specificerade i *Confirmation*. Dessa personer kallas för *Dealers*. Om avtalsparterna inte

¹ C. Brown, s. 76.

angivit dessa namn i *Confirmation* skall i sådana fall *Calculation Agent* bestämma vilka *Dealers* han skall kontakta för att få *Quotations*.

Cash Settlement metoden har visat sig mer komplicerad för tillämpning än *Physical Settlement*. Det finns flera anledningar till detta. En anledning är att det kan vara väldigt komplicerat att anskaffa det tänkta antalet anbud från olika *Dealers*. I vissa fall hindrar sekretessregler avtalsparter, *Calculation Agent* eller *Dealers* att lämna ut information om den underliggande enheten eller marknadspriset på den underliggande obligationen.¹ I vissa fall är *Dealers* ointresserade av att medverka och vägrar lämna uppgifter om marknadspriser. Lyckas man inte med att anskaffa fem anbud från olika *Dealers* måste man tillämpa några alternativa metoder som inte är tillräckligt säkra för fastställande av *Final Price* på den underliggande obligationen. Dessutom blir det svårt för avtalsparterna att välja rätt metod för fastställande av priset med hänsyn till prisändringar som sker i samband med inträffandet av en *Credit Event*.²

En annan svårighet i samband med fastställandet av *Final Price* för den underliggande obligationen visar sig i situationen där den underliggande obligationen inte handlas på marknaden. Om ett instrument inte omsätts på marknaden finns det inget pris att fastställa. I så fall blir marknadspriset noll vilket inte är en bra lösning för skyddssäljare som då måste betala hela det nominella värdet på den underliggande obligationen till skyddsköparen. Detta ger anledning till att skyddssäljarna hellre väljer *Physical Settlement* än *Cash Settlement* som uppgörelsemetod. Vid *Physical Settlement* erhåller skyddssäljaren en fordran från skyddsköparen som kanske inte har något värde vid överlåtelsen men kanske kommer att ha något värde senare under tiden. Detta resonemang ligger till grund för skyddsköparens rätt att, vid *Physical Settlement*, överlåta även andra fordringar definierade inom *Deliverable Obligations*, inte endast *Reference Obligation*.

Det finns ytterligare en nackdel för skyddssäljaren i samband med tillämpning av *Cash Settlement* som uppgörelsemetod. Denna nackdel visar sig i situationer definierade i *Restructuring* definitionen. Det är nämligen så att den underliggande enheten kan vara under något slags företagsrekonstruktion som den förhandlar med sina kreditorer. Ett aktivt deltagande från kreditorernas sida innebär kanske en bättre uppgörelse för dem jämfört med situationer där kreditorerna förhåller sig passiva i sådana processer. Om skyddsköparen och skyddssäljaren avtalat om *Cash Settlement* har skyddssäljaren ingen möjlighet att delta i rekonstruktionsprocessen hos den underliggande enheten och påverka denna. Detta därför att skyddssäljaren inte blir fordringsägare i förhållande till den underliggande enheten eftersom skyddsköparen inte överlåter någon som helst fordran till skyddssäljaren genom *Cash Settlement*. Skyddsköparen, å andra sidan, kan hålla sig passiv i rekonstruktionsprocessen och det finns ingenting i avtalet om kreditderivat som skulle motivera honom att ta en mer aktiv roll i rekonstruktionsförhandlingarna. Ett sådant passivt förhållningssätt kan resultera i att den underliggande enheten åstadkommer ett bättre resultat i förhandlingarna än väntat. Det brukar vara kraftiga avskrivningar av den underliggande enhetens skulder som kreditorerna blir tvungna att acceptera, kraftiga förlängningar av återbetalningstiderna för återstående skulder och konverteringar av skulder till aktiekapital. På detta sätt blir den underliggande obligationen mindre värd på marknaden vilket resulterar i att skyddssäljaren betalar en större skillnad mellan *Final Price* och *Reference Price* till skyddsköparen. Detta innebär alltså en större förlust för skyddssäljaren i denna affär.³

¹ C. Brown, s. 76.

² C. Whiteley, s. 706-707.

³ C. Whiteley, s. 707.

Denna situation är inte önskvärd för skyddssäljare eftersom de brukar ha erfarenhet av stora och komplicerade företagsrekonstruktioner. Denna erfarenhet ger dem möjlighet att påverka dessa processer så att rekonstruktionsöverenskommelserna blir mer förmånliga för kreditörerna. Detta skulle innebära lägre skillnader mellan *Reference Price* och *Final Price* och lägre utbetalningar till skyddköparna. Som sagts ovan, ger *Cash Settlement* inte skyddssäljare en sådan möjlighet. Skyddsköpare har ingen skyldighet att minska skadan för skyddssäljare eftersom utbetalningen som de erhåller från skyddssäljare inte är skadeståndsansättning. Som sagts tidigare i denna avhandling gäller principer och regler från skadeståndsrätten inte avtal om kreditderivat. Dessa omständigheter är också en anledning till att skyddssäljare föredrar *Physical Settlement*.

Med hänsyn till samtliga svårigheter som kan vara förknippade med *Cash Settlement* accepterar avtalsparterna ibland en enklare variant av denna uppgörelsemetod. Denna enklare metod fungerar på det sättet att vid inträffande av *Credit Event* betalar skyddssäljaren ett bestämt belopp till skyddsköparen. Detta belopp gäller oavsett vilken skillnad som kan uppstå mellan *Reference Price* och *Final Price* på den underliggande obligationen. Detta i förväg fastställda belopp kallas för *digital* och denna metod möjliggör för avtalsparterna att undvika komplicerade metoder för fastställande av marknadspriser och komplikationer som uppstår i samband med agerande av *Dealers* och *Calculation Agent*.

Det finns nackdelar även i samband med tillämpning av *digital* inom *Cash Settlement*. Det gäller särskilt sådana skyddssäljare som i sin tur köpt skydd hos andra skyddssäljare avseende samma *Obligation* och *Credit Event*. Det är möjligt att dessa avtal inte helt matchar varandra avseende villkoren för *Cash Settlement*. Detta kan bero på marknadsvillkor vid avtalsingåendet eller på skyddssäljarens förväntningar avseende *Credit Event* och prisändringar på den underliggande obligationen. I sådana situationer är det möjligt att ett *digital* belopp, som skyddssäljaren utbetalar till skyddsköparen under det första avtalet, blir högre än det belopp som skyddssäljaren erhåller från sina skyddssäljare. Detta innebär förlust för en sådan skyddssäljare, något man gärna vill undvika, även om en omvänd situation också är möjlig så att skyddssäljaren vinner på detta sätt.¹

1.7 Olika definitioner av "Obligation"

I detta kapitel har i föregående avdelningar använts olika definitioner som innehåller ordet *Obligation*. I vissa fall finns det korta förklaringar till vad dessa begrepp innebär och i vissa fall saknas sådana förklaringar. För att underlätta förståelser för dessa relativt komplicerade bestämmelser i definitionerna och för klarhetens skull skall dessa begrepp som innehåller ordet *Obligation* analyseras kort i denna avdelning.

Definitionen *Obligation*, som definieras i *Section 2.14*, har delvis analyserats tidigare och nämnts i flera andra avdelningar om olika *Credit Events*. Detta begrepp inkluderar varje förpliktelse för den underliggande enheten, inklusive *Reference Obligation*, som definieras som *Obligation* i *Confirmation*. Om en *Credit Event* inträffar måste denna *Credit Event* avse en eller flera *Obligations* som är definierade i *Confirmation*. Om en *Credit Event* avser en annan förpliktelse för den underliggande enheten, som inte är definierad som *Obligation*, gäller inte denna händelse som *Credit Event* mellan avtalsparterna. *Obligations* definieras alltså av avtalsparterna i *Confirmation* vid avtalsingåendet med syfte att tillämpa dessa

¹ C. Brown, s. 77.

definierade och fastställda förpliktelser för den underliggande enheten i samband med fastställandet av om *Credit Events* inträffat.

Av de sex *Credit Events* som 2003 ISDA *Credit Derivatives Definitions* föreskriver avser fem av dem en eller flera *Obligations* för den underliggande enheten som avtalsparterna fastställer i *Confirmation*. Den enda *Credit Event* som inte avser *Obligations* utan *Reference Entity*, alltså den underliggande enheten själv, är *Bankruptcy*. Vid *Bankruptcy* räcker det att en av de händelser som beskrivs i *Section 4.2* inträffar för att *Credit Event* skall gälla. Denna *Credit Event* gäller alltså oavsett om den konkursdrabbade underliggande enheten har fullgjort sina förpliktelser, definierade som *Obligations* i *Confirmation* eller inte. I samtliga övriga fall måste *Credit Events* avse en eller flera definierade *Obligations*. Tar man t.ex. *Failure to Pay*, vilket är underlåtenhet av den underliggande enheten att fullgöra en eller flera betalningar, måste dessa uteblivna betalningar alltid avse en eller flera definierade *Obligations*. Detta gäller även andra *Credit Events* och inte endast betalningsförpliktelser för den underliggande enheten. Som sagts ovan kan *Credit Events* gälla även övriga förpliktelser för den underliggande enheten i enlighet med en eller flera definierade *Obligations*. De övriga förpliktelserna är särskilt viktiga i samband med *Obligation Acceleration* och *Obligation Default*.

När två avtalsparter som ingår *credit default swap* diskuterar olika *Credit Events* och *Obligations* för den underliggande enheten vid avtalsingåendet är det möjligt att de inte har något som helst rättsförhållande till den underliggande enheten. Det är också möjligt att sådana avtalsparter saknar kunskap om den underliggande enhetens affärer och förpliktelser som den har i förhållande till tredje personer. Av den anledningen kan avtalsparterna inte precisera samtliga konkreta förpliktelser för den underliggande enheten så att de kommer att utgöra *Obligations* i deras avtal. Av den anledningen fastställer avtalsparterna *Obligations* på ett mera generellt sätt så att *Obligations* definieras enligt sin kategori och egenskaper som är karakteristiska för sådana förpliktelser.

2003 ISDA *Credit Derivatives Definitions* föreskriver även en metod för hur avtalsparterna skall fastställa dessa *Obligations* i *Confirmation*. Denna metod definieras i *Section 2.19* med titeln *Method for Determining Obligations* och beskrivs väldigt kort nedan. Syftet med beskrivningen är att illustrera själva metoden utan avsikt att analysera den i detalj. Enligt *Section 2.19* finns det flera kategorier av *Obligations* för den underliggande enheten som skyddsköparen och skyddssäljaren kan välja. Det första kategorin kallas för *Payment* och avser varje betalningsförpliktelse för den underliggande enheten. Den andra kategorin kallas för *Borrowed Money* och avser den underliggande enhetens återbetalningsförpliktelse i samband med varje penningssumma som den lånat. Den tredje kategorin avser endast *Reference Obligation* och ingen annan förpliktelse. Den fjärde kategorin avser *Bonds* vilka är obligationer, *notes* eller andra värdepapper som intygar en skuld för den underliggande enheten. Den femte kategorin är *Loan* som avser låneavtal och liknande avtal ingångna av den underliggande enheten som innehåller en återbetalningsförpliktelse. Det finns en kategori till som heter *Bond or Loan* och denna avser antingen *Bond* eller *Loan* som beskrivits ovan.

När det gäller att bestämma vilka andra egenskaper dessa *Obligations* för den underliggande enheten skall ha, får avtalsparter, enligt *Section 2.19*, välja mellan flera olika alternativ. Det första alternativet kallas för *Not Subordinated* vilket innebär att *Obligations* inte skall ha sämre förmånsrätt i förhållande till någon annan fordran. Det andra alternativet, som heter *Specified Currency*, avser alltså en bestämd valuta. De övriga alternativen heter *Not Sovereign Lender* vilket innebär att långivaren i detta fall inte är en stat eller en statlig myndighet, *Not*

Domestic Currency som utesluter lokal valuta, *Not Domestic Law* som utesluter den underliggande enhetens nationella lagstiftning, *Listed* vilket innebär börsnoterad och *Not Domestic Issuance* vilket innebär att denna *Obligation*, när den emitterats, inte varit avsedd för den inhemska marknaden. Dessa alternativ analyseras inte närmare i denna avdelning.

Om avtalsparterna vill utesluta en förpliktelse för den underliggande enheten från definitionen *Obligation* får de göra det också i *Confirmation*. En utesluten förpliktelse kallas för *Excluded Obligation* och regleras i *Section 2.17*.

Definitionen *Reference Obligation*, som regleras i *Section 2.3*, har analyserats i samband med uppgörelsemetoden *Cash Settlement*. *Reference Obligation* skall alltså användas för fastställandet av marknadspriset och betalning av skillnaden till det nominella priset från skyddssäljaren till skyddsköparen. *Reference Obligation* kan också gälla som *Obligation*. En *Reference Obligation* som fastställts i *Confirmation* får ersättas med en annan *Reference Obligation* i vissa situationer. Detta regleras i *Section 2.30* som föreskriver att denna ersättning skall genomföras av *Calculation Agent*. Ersättningsförfarandet och villkoren som måste vara uppfyllda för detta definieras i *Section 2.30*. Dessa bestämmelser är långa och detaljerade och skall inte analyseras i denna avdelning.

Definitionen *Deliverable Obligation* har redan analyserats i samband med analysen av uppgörelsemetoden *Physical Settlement*. Det är värt att notera att metoderna för bestämmande av *Obligations* och *Deliverable Obligations* som definieras i *Section 2.19* och *Section 2.20* är liknande. Det gäller både deras kategori och andra egenskaper som t.ex. förmånsrätt och liknande. Det är också intressant att notera att en *Reference Obligation* kan gälla som den enda *Obligation* och den enda *Deliverable Obligation* om avtalsparterna bestämmer så i *Confirmation*. I övrigt används *Reference Obligation* endast i samband med uppgörelsemetoden *Cash Settlement*.

Avtalsparterna får uttryckligen utesluta vissa förpliktelser för den underliggande enheten från definitionen *Deliverable Obligation* genom att ange denna uteslutna förpliktelse i *Confirmation*. Detta definieras i *Section 2.18* och kallas för *Excluded Deliverable Obligation*.

1.7.1 Olika betydelser av begreppen Obligation och "det underliggande instrumentet"

Begreppet *Obligation* är alltså definierat i *2003 ISDA Credit Derivatives Definitions* och det borde vara klart för avtalsparterna vad detta begrepp innebär i varje fall eftersom parterna preciserar det i *Confirmation*. Det gäller även övriga begrepp som är definierade i definitionerna t.ex. *Deliverable Obligation* och *Reference Obligation* som analyserats i föregående avdelningar. Det har redan förklarats i den föregående avdelningen att *Obligation* avser en förpliktelse för den underliggande enheten. Även om en *Obligation* kan definieras som *Bond*, *Loan*, *Payment* osv. avser denna definition inte själva dokumentet där den underliggande enhetens förpliktelse är stipulerad. Tar man t.ex. en företagsobligation som omfattas av begreppet *Bond*, kan man konstatera att det inte är själva dokumentet som avtalsparterna avtalar om i *Confirmation* utan betalningsförpliktelsen som stipuleras i detta dokument. Samma gäller t.ex. *Loan* där skyddsköparen och skyddssäljaren avtalar om återbetalning av ett lån vilket kan utlösa en *Credit Event*. Parterna avtalar inte om låneavtalet och det kan de inte göra eftersom de, i de flesta fall, är tredje man i förhållande till detta låneavtal. Det kan hända att skyddsköparen samtidigt är långivaren men detta spelar inte någon roll i förhållande till avtal om kreditderivat. Det gäller även andra kategorier av *Obligations*, *Deliverable Obligations*, *Reference Obligations* osv.

Särskilt är detta viktigt vid uppgörelsemetoden *Physical Settlement* där skyddsköparen överlåter en fordran mot den underliggande enheten till skyddssäljaren. Förmodligen gör skyddsköparen detta i en skriftlig form i fall av t.ex. *Loan* så att skyddssäljaren har ett skriftligt bevis för att själv kunna kräva fullgörelse från den underliggande enheten. När det gäller olika obligationer kan det handla om en skriftlig form för överlåtelse men i vissa fall räcker det med ett överlämnande t.ex. i fall med obligationer utställda till innehavaren. I sådana fall är alltså innehav av ett sådant dokument bevis på att fordran som stipulerats i dokumentet ägs av den person som innehar dokumentet i denna stund. Något överlåtelседokument behövs alltså inte för denna fordran.

I denna avhandling har begreppet ”det underliggande instrumentet” använts många gånger. Detta begrepp har använts i samband med analyser av flera typer av avtal om kreditderivat där även avtalstyper som inte dokumenteras med *ISDA Documentation* ingår. Numera, efter att analysen av begreppet *Obligation*, klargjort vad detta begrepp innebär i *credit default swaps* kan man ge en förklaring till vad uttrycket ”det underliggande instrumentet” egentligen innebär i denna avhandling. Begreppet instrument används alltså i denna avhandling i två meningar. Den första meningen är att instrument är själva fordran mot den underliggande enheten och den andra meningen är att instrument är det dokument som dokumenterar denna fordran. Begreppet överlåtelse av det underliggande instrumentet betecknar i denna avhandling överlåtelse av fordran. När det gäller kategorier av fordringar som begreppet instrument betecknar i denna avhandling är det nödvändigt att förklara att begreppet inkluderar betalningsfordringar mot den underliggande enheten där en kredit ingår. Dessa kategorier definieras i *2003 ISDA Credit Derivatives Definitions* och har analyserats i den föregående avdelningen. Begreppet instrument som används i denna avhandling inkluderar inte olika typer av värdepapper, särskilt inte aktier.

1.8 Den underliggande enhetens efterträdare

Det händer ibland att *Reference Entity* dvs. den underliggande enhet som specificerats i *Confirmation* slås samman med en annan enhet eller delas så att flera nya enheter uppstår, eller att den underliggande enheten överlåter sina tillgångar, eller en väsentlig del av sina tillgångar till en annan enhet. Detta är en ändring som kan påverka inträffandet av en *Credit Event* och i så fall blir det oklart vilken enhet som blir den nya underliggande enheten och på vilket sätt man bestämmer det. Dessa frågor regleras i *Section 2.2* som har titeln *Provisions for Determining a Successor*.

Denna definition tillämpas inte på sådana underliggande enheter som är *Sovereigns* vilket är en stat, regering, myndighet, ministerium och liknande.¹ En *Successor* dvs. efterträdare till den underliggande enheten skall bedömas enligt regler i *Section 2.2(a)(i)-(vi)*. Det är värt att notera att en underliggande enhet inte har något att göra med dessa successionsfrågor utan dessa regler gäller mellan skyddsköparen och skyddssäljaren. Med tillämpning av dessa regler skall avtalsparterna i avtal om kreditderivat kunna fullgöra sina förpliktelser enligt avtalet även i fall när den underliggande enheten ändrat sin rättskapacitet eller rättsform eller upphört. Regler om den underliggande enhetens succession är ganska omfattande och nedan följer en kortare sammanfattning av dessa bestämmelser.

¹ Begreppet ”Sovereign” definieras i *Section 2.26*

En förutsättning för tillämpning av bestämmelserna om succession är att en *Succession Event*¹ inträffat. Denna händelse definieras som sammanslagning eller delning av den underliggande enheten eller överlåtelse av dess tillgångar och skulder till en annan enhet. Denna händelse fastställs av *Calculation Agent*. Därefter skall *Calculation Agent* fastställa om *Succession Event* uppfyller villkoren i *Section 2.2(a)(i)-(vi)*. Dessa villkor är att antingen en annan enhet tagit över 75% eller mer av den underliggande enhetens *Relevant Obligations* vilka är *Bonds* och *Loans*, eller om en enhet tagit över mer än 25% av den underliggande enhetens *Relevant Obligations* så att den underliggande enheten bibehållit inte mer än 25% av dessa *Relevant Obligations*. I båda dessa fall blir den enhet som tagit över de angivna andelarna av *Relevant Obligations* den nya underliggande enheten. I det andra fallet, om det finns flera nya enheter som tagit över mer än 25% av *Relevant Obligations* skall *Calculation Agent* bestämma vilken enhet som blir den nya underliggande enheten. Det är möjligt att ingen av de enheter som tagit över *Relevant Obligations* får mer än 25% och att den ursprungliga underliggande enheten upphör. Även i detta fall måste *Calculation Agent* avgöra vilken enhet som blir den nya underliggande enheten.

Dessa regler är omfattande och försöker förutse varje situation som kan uppstå vid sådana sammanslagningar, delningar eller överlåtelser av tillgångar och skulder av den underliggande enheten. Ändå har denna definition i *2003 ISDA Credit Derivatives Definitions* kritiserats avseende flera punkter. Enligt denna kritik² verkar det vara så att ISDA förbisetat att företagssammanslagningar, delningar och överlåtelser inte sker enligt i förväg bestämda procent. När ett företag börjar sälja vissa delar av sin verksamhet gör man detta i etapper, under en längre tid och i enlighet med en långvarig strategi. Eftersom denna process utvecklas under en längre tid är det möjligt att man aldrig uppnår minimigränsen av 25 % av övertagande av *Relevant Obligations*.

Enligt samma uppfattning finns det en annan svårighet i samband med tillämpning av *Section 2.2 Provisions for Determining a Successor*. Denna svårighet avser de regler som reglerar bolagslikvidation i olika länder. Som ett exempel anger man att ett bolag fortsätter att existera i Storbritannien under en tid även om samtliga bolagets tillgångar och skulder överlåts till andra enheter. Det behövs en procedur för att fullgöra likvidation av ett sådant bolag. I Italien däremot sker sammanslagningar och övertagande av bolag genom en enkel procedur hos notarius publicus där det ursprungliga företaget samtidigt upphör. Denna skillnad visar att det inte är lätt att tolka definitionen *Provisions for Determining a Successor* på samma sätt avseende upphörande av den ursprungliga underliggande enheten.

Kritiken riktas även till den del av *Section 2.2* som avser rollen som *Calculation Agent* och dennes möjligheter att skaffa sig riktig information för bedömning av en eventuell succession. *Section 2.2(g)* innehåller vissa regler om hur *Calculation Agent* skall agera när den underliggande enheten är av sådan typ att den måste lämna rapport om en ändring av den typ som definieras i definitionen *Succession Event* till aktieägare, kreditorer, vissa tillsynsmyndigheter, börser och liknande. I sådana fall skall dessa rapporter användas av *Calculation Agent* vid bedömning och fastställande av succession. Denna bedömning skall

¹ Engelsk text – *Section 2.2(b)*. "Succession Event" means an event such as merger, consolidation, amalgamation, transfer of assets or liabilities, demerger, spin-off or other similar event in which one entity succeeds to the obligations of another entity, whether by operation of law or pursuant to any agreement. Notwithstanding the foregoing, "Succession Event" shall not include an event in which the holders of obligations of the Reference Entity exchange such obligations for the obligations of another entity, unless such exchange occurs in connection with a merger, consolidation, amalgamation, transfer of assets or liabilities, demerger, spin-off or other similar event.

² P. Clancy, ISDA falls short on successor rules, *International Financial Law Review*, July 2003.

Calculation Agent göra inom 14 dagar från den ändring som den underliggande enheten genomgått. Om sådana rapporter inte är tillgängliga skall *Calculation Agent* använda ”best publicly available information” som finns, för att göra sin bedömning.

Enligt den nämnda uppfattningen blir det svårt för *Calculation Agent* att bilda en uppfattning om ändringar avseende den underliggande enheten även från skriftliga rapporter som lämnas till aktieägare och tillsynsmyndigheter. Erfarenheten visar att dessa rapporter ibland saknar detaljer som är nödvändiga för den kvalificerade bedömning som *Calculation Agent* skall göra. När det gäller situationer där sådana rapporter saknas blir det nästan omöjligt för *Calculation Agent* att skaffa någon kvalificerad information alls. Detta med hänsyn till att sådan information ofta är sekretessbelagd, särskilt information avseende lån till den underliggande enheten. Om denna information blir otillgänglig blir det omöjligt för *Calculation Agent* att fastställa vad som utgör *Relevant Obligation* och vilka delar av *Relevant Obligation* som överlåtit till andra enheter.

Slutligen anger den nämnda kommentaren att *Section 2.2 Provisions for Determining a Successor* har förbättrats i förhållande till dess lydelse i 1999 ISDA Credit Derivatives Definitions men att svagheter som nämnts ovan kvarstår.

1.9 Övriga definitioner

Det har inledningsvis förklarats att samtliga definitioner i 2003 ISDA Credit Derivative Definitions inte analyseras i detta kapitel. Anledningen till detta är att definitionerna är för många och att vissa av dem har större betydelse för förståelsen av en *credit default swap* som de dokumenterar. De definitioner som analyserats i detta kapitel är alltså viktigare än de andra när det gäller avtalets struktur och parternas rättigheter och skyldigheter.

Bland de övriga definitioner som bör nämnas finns *Novation* där partsbyte i en *credit default swap* regleras på ett detaljerat sätt. Det finns också detaljerade regler om hur vissa penningbelopp som avtalsparterna skall betala räknas ut. Dessa regler är också väldigt detaljerade särskilt när det gäller vilka värden som skall tas upp i dessa räkningar och liknande. Det finns också ett antal regler som kallas *Additional Representations* där avtalsparterna bl.a. reglerar sina eventuella förhållanden till den underliggande enheten och liknande.

1.10 Confirmation

Confirmation utgör som sagt själva avtalet mellan en skyddsköpare och en skyddssäljare. Definitionerna är inkluderade i *Confirmation* genom en formulering i den inledande delen av *Confirmation*. I fall när definitionerna och *Confirmation* inte stämmer med varandra gäller det som stipulerats i *Confirmation*.

Eftersom *Confirmation* och definitionerna tillsammans utgör ett gällande avtal anser ISDA att avtalsparterna även borde ingå *ISDA Master Agreement* som är ett ramavtal. Av den anledningen rekommenderar ISDA att avtalsparterna inkluderar en bestämmelse i *Confirmation* där de förbinder sig att de skall ”use all reasonable efforts”¹ att förhandla och ingå *ISDA Master Agreement*. Det har inledningsvis förklarats att den gällande 2002 ISDA Master Agreement, som analyseras i nästa kapitel av denna avhandling, är ett ramavtal för

¹ 2003 ISDA Credit Derivatives Definitions, s. 61.

samtliga derivat- och kreditderivattransaktioner som ingås genom användning av ISDA:s olika definitioner och *confirmations*. Det finns ingenting att invända mot denna rekommendation eftersom *ISDA Master Agreement* reglerar parternas förhållande som inte regleras i *2003 ISDA Credit Derivatives Definitions* och *Confirmation*. Ändå kan man konstatera att *ISDA Master Agreement* är ett omfattande avtal där det krävs lång tid att förhandla innan avtalsparterna kommer överens om alla avtalsbestämmelser. Av den anledningen är det inte säkert att avtalsparter som ingick en *Confirmation* i varje fall kommer att ingå *ISDA Master Agreement* därefter, även om de förbinder sig att försöka ingå även detta avtal.

I övrigt, när det gäller *Confirmation*, är det värt att notera att den innehåller ett mindre antal bestämmelser jämfört med ca 200 definitioner som finns i *2003 ISDA Credit Derivatives Definitions*. Dessa bestämmelser är i *Confirmation* indelade i fyra avdelningar. I den första avdelningen, som kallas för *General Terms*, regleras vilka som är avtalsparter och *Calculation Agent* och anges uppgifter om *Reference Entity* och *Reference Obligation*. Den andra avdelningen innehåller bestämmelser om *Fixed Payments* vilka är fastställda betalningar som skyddsköparen betalar till skyddssäljaren. I den tredje avdelningen regleras skyddssäljarens betalningar till skyddsköparen, *Credit Events* och *Obligations*. I den fjärde avdelningen, som heter *Settlement Terms*, regleras vilken uppgörelsemetod som skall gälla mellan avtalsparterna. Dessa bestämmelser reglerar också detaljer i samband med *Cash Settlement* som t.ex. *Valuation Date*, *Quotation Method*, *Settlement Currency* osv. Liknande detaljer finns även i samband med *Physical Settlement* där t.ex. *Deliverable Obligations* fastställs.

Dokument som används som *Confirmation* är i form av en blankett som avtalsparterna fyller i. Avseende *Obligations* och *Deliverable Obligations* finns olika kategorier och egenskaper uppräknade i dokumentet och det räcker att kryssa för ett eller flera alternativ. *Confirmation* innehåller också fotnoter för nästan samtliga bestämmelser som ger korta förklaringar till hur man fyller i vissa av dessa bestämmelser.

Confirmation är alltså utformat som ett standardavtal som består av standardiserade definitioner som avtalsparterna kan välja mellan. Analyserar man endast *Confirmation* kan man konstatera att detta dokument verkligen är enkelt och att det kan uppnå sitt syfte, att underlätta avtalsingåendet för avtalsparterna. Analyserar man definitionerna som avtalsparterna borde kunna innan de ingår *Confirmation* måste man däremot konstatera att detta är ett komplicerat avtal som kräver en djup kunskap av definitionernas innebörd. Samma kunskap och en noggrann uppföljning av informationskällor, där viktig information om *Credit Events* och liknande kan vara publicerade, krävs också efter avtalets ingående. Endast genom en sådan noggrann uppföljning kan man ta till vara sina rättigheter enligt avtalet.

1.11 Slutsats – analys av några viktigare definitioner

Analysen ovan visar att *2003 ISDA Credit Derivative Definitions* är en väldigt komplex avtalstext. Redan omständigheten att avtalsklausuler i detta avtal kallas för definitioner skapar en förvirring hos personer som inte har förkunskaper om denna dokumentation. Dessutom innehåller kreditderivattransaktioner komplicerade avtalsmekanismer som är svåra att förstå. Av den anledningen är även avtalsbestämmelser som reglerar dessa transaktioner och avtalsmekanismer komplicerade och innehåller många finesser som kräver en noggrann läsning och analys.

Analysen av definitionen av *Bankruptcy*, som är en av de viktigaste *Credit Events*, visar att denna bestämmelse inte kan täcka samtliga möjliga former för upphörande av en juridisk person som finns i världen. Exemplet med upphörandet av det kinesiska bolaget som analyserats ovan visar att det alltid finns någon juridisk figur i någon lagstiftning som inte passar in i de generella formuleringarna som definitionen av *Bankruptcy* innehåller. Detta har visat sig i en mycket allvarligare form i samband med *Restructuring* som analyseras separat i det nästa kapitlet. Definitionen av *Bankruptcy* har alltså vissa svagheter och det anses därför vara viktigt att avtalsparter eventuellt kompletterar denna definition med vissa formuleringar som passar in i den lagstiftning som reglerar den underliggande enheten. Detta är emellertid inte en lätt uppgift och avtalsparterna kanske inte alltid kan författa sådana bestämmelser att de blir säkra att bestämmelserna verkligen täcker allt som parterna menat vid avtalsingåendet.

En annan svaghet som konstaterats i analysen ovan är oklarheten av definitionen *Provisions for Determining a Successor*. Författande av denna definition är ett försök som uppenbarligen inte resulterat i klara lösningar för avtalsparterna.

Avslutningsvis kan man konstatera att en relativt kort tidsperiod inom vilken denna dokumentation använts inte tillåtit en hårdare juridisk prövning av samtliga definitioner dvs. avtalsbestämmelser. De första definitionerna publicerades av *ISDA* 1999 och versionen med de nya definitionerna publicerades 2003. Detta är verkligen en kort period för en stabilisering av en sådan omfattande dokumentation. Av den anledningen känner avtalsparter en viss osäkerhet vid tillämpning av definitionerna vilket resulterar i att de i sina avtal inkluderar även de definitioner som ibland verkar vara onödiga. Avtalsparter anser t.ex. att det är bättre att inkludera samtliga *Credit Events* i sina avtal och eventuellt inkludera ett par särskilt formulerade *Credit Events* än att välja endast tre eller fyra *Credit Events*. Å andra sidan kan man uppfatta omständigheten att det endast finns ett registrerat rättsfall avseende tolkning av definitionerna som ett positivt tecken avseende en framtida tillämpning av denna dokumentation.

2. EN OKLARHET I DEFINITIONERNA

2.1 Inledning

I den andra delen av avhandlingen analyseras vissa frågor i samband med *ISDA Documentation* som används som avtalsdokumentation för avtal om kreditderivat. Denna dokumentation består som sagt av tre delar där *ISDA Credit Derivatives Definitions* och *Confirmation* är de viktigaste eftersom dessa dokument innehåller regler för kreditderivattransaktioner. Den tredje delen av dokumentationen är *ISDA Master Agreement* som utgör ett ramavtal som innehåller vissa allmänna avtalsrättsliga bestämmelser. Dessa bestämmelser tillämpas för att reglera flera transaktionstyper, inte endast kreditderivattransaktioner. Både definitionerna och ramavtalet har uppvisat vissa svagheter som är viktiga att uppmärksamma i samband med analysen av denna avtalstyp. Dessa svagheter är inte resultatet av en eventuell konflikt mellan vissa avtalsbestämmelser och lagstiftningsregler, utan dessa svagheter resulterar från oklara formuleringar i dokumentationen. Nedan analyseras dokumentationsoklarheter i definitionerna och några viktiga definitioner först och sedan analyseras en bestämmelse i ramavtalet som resulterat i två tvister samt vissa viktiga avtalsbestämmelser i ramavtalet.

ISDA Credit Derivatives Definitions från 2003 innehåller definitioner av sex *Credit Events*. Definitionerna definierar vissa händelser som utlöser skyddssäljarens betalningsförpliktelse och bland dessa *Credit Events* finns *Restructuring* som kan kallas för antingen skuldrekonstruktion eller företagsrekonstruktion. Utvecklingen av *Restructuring* definitionen från den första versionen i 1999 *ISDA Credit Derivatives Definitions* till den senaste versionen från 2003 är intressant för analys på grund av svårigheter som uppstod i tillämpningen av denna bestämmelse. Denna utveckling visar att det inte är lätt att författa en standardiserad dokumentation som skulle omfatta samtliga former som en juridisk figur får i olika lagstiftningar och samtidigt tillfredsställa behoven hos alla aktörer på olika finansmarknader.

2.2 Problemställning

En *Restructuring* kan översättas som ackord enligt svensk rätt men i *ISDAs* definitioner får detta begrepp ett annat innehåll. Detta därför att *Restructuring* avser en *Obligation*, alltså en betalningsförpliktelse och inte den underliggande enheten. I praktiken innebär en skuldrekonstruktion i de flesta fall även en företagsrekonstruktion men denna omständighet är inte av avgörande betydelse för den följande analysen. Det problem som uppstod i samband med tillämpningen av definitionen av *Restructuring* från 1999 var dels definitionens oklarhet dels olika reaktioner av finansmarknader i USA och Europa på denna oklarhet. Den lösning som *ISDA* hittat för att lösa den situationen är inte särskilt lyckad och kan uppfattas som en svaghet med *ISDAs* definitioner. Nedan analyseras innehållet i den gamla och den nya definitionen av *Restructuring* samt några oklara fall där den gamla definitionen inte blivit tillämpad på grund av vissa oklarheter. En annan anledning till denna analys är att visa hur

komplexa kreditderivattransaktioner kan vara vilket beror på de möjligheter som denna transaktion ger motparter att agera på olika sätt.

2.3 Utvecklingen av definitionen Restructuring

Definitionen av *Restructuring* i Section 4.7¹ av *2003 ISDA Credit Derivatives Definitions* är ganska lång jämfört med övriga definitioner. Det beror på att *Restructuring* generellt är det mest omdiskuterade begreppet i kreditderivatavtal. Av den anledningen citeras denna text i sin helhet i fotnoten.

¹ Engelsk text – Section 4.7(a) Restructuring.” “Restructuring” means that, with respect to one or more Obligations and in relation to an aggregate amount of not less than the Default Requirement, any one or more of the following events occurs in a form that binds all holders of such Obligations, is agreed between the Reference Entity or a Governmental Authority and a sufficient number of holders of such Obligation to bind all holders of the Obligation or is announced (or otherwise decreed) by a Reference Entity or a Governmental Authority in a form that binds all holders of such Obligation, and such event is not expressly provided for under the terms of such Obligation in effect as of the later of the Trade Date and the date as of which such Obligation is issued or incurred:

- (i) a reduction in the rate or amount of interest payable or amount of scheduled interest accruals;
- (ii) a reduction in the amount of principal or premium payable at maturity or at scheduled redemption dates;
- (iii) a postponement or other deferral of a date or dates for either (A) the payment or accrual interest or (B) the payment of principal or premium;
- (iv) a change in the ranking in priority of payment of any Obligation, causing the Subordination of such Obligation to any other Obligation; or
- (v) any change in the currency or composition of any payment of interest or principal to any currency which is not a Permitted Currency.

(A) “Permitted Currency” means (1) the legal tender of any Group of 7 country (or any country that becomes a member of the Group of 7 if such Group of 7 expands its membership) or (2) the legal tender of any country which, as of the date of such change, is a member of the Organisation for Economic Cooperation and Development and has a local currency long-term debt rating of either AAA or higher assigned to it by Standard & Poor’s, a division of The McGraw-Hill Companies, Inc. or any successor to the rating business thereof, Aaa or higher assigned to it by Moody’s Investors Service, Inc. or any successor to the rating business thereof or AAA or higher assigned to it by Fitch Ratings or any successor to the rating business thereof.

(b) Notwithstanding the provisions of Section 4.7(a), none of the following shall constitute a Restructuring:

- (i) the payment in euros of interest or principal in relation to an Obligation denominated in a currency of a Member State of the European Union that adopts or has adopted the single currency in accordance with the Treaty establishing the European Community, as amended by the Treaty on European Union;
- (ii) the occurrence of, agreement to or announcement of any of the events described in Section 4.7(a)(i) to (v) due to an administrative adjustment, accounting adjustment or tax adjustment or other technical adjustment occurring in the ordinary course of business; and
- (iii) the occurrence of, agreement to or announcement of any of the events described in Section 4.7(a)(i) to (v) in circumstances where such event does not directly or indirectly result from a deterioration in the creditworthiness or financial condition of the Reference Entity.

(c) For purposes of Sections 4.7(a), 4.7(b) and 4.9., the term Obligation shall be deemed to include Underlying Obligations for which the Reference Entity is acting as provider of a Qualifying Affiliate Guarantee or, if All Guarantees is specified as applicable in the related Confirmation, as provider of any Qualifying Guarantee. In the case of a Qualifying Guarantee and an Underlying Obligation, references to the Reference Entity in Section 4.7(a) shall be deemed to refer to the Underlying Obligor and the reference to the Reference Entity in Section 4.7(b) shall continue to refer to the Reference Entity.”

Restructuring definieras i *Section 4.7* som en eller flera händelser avseende en eller flera *Obligations*. Huvudsakligen innebär dessa händelser att *Obligations* inte kommer att betalas av den underliggande enheten enligt avtalade betalningsvillkor. En händelse enligt *Section 4.7* innebär alltså att dessa betalningar skall fullgöras på något annat sätt. Händelser som regleras i *Section 4.7* innebär också att ändring av betalningsvillkor skall ske i form av en överenskommelse som blir bindande för samtliga innehavare av *Obligations*. Denna överenskommelse, som också kan kallas för rekonstruktionsavtal, skall ingås av den underliggande enheten eller av en statlig myndighet och ett antal innehavare av *Obligations*. Antalet innehavare av *Obligations* skall räcka till för att ett rekonstruktionsavtal skall bli bindande för samtliga innehavare. Dessa rekonstruktionsavtal, eller händelser enligt *Section 4.7*, kan också vara annonserade eller påbjudna av den underliggande enheten eller en statlig myndighet i en form som är bindande för ägare av *Obligations*. Händelserna, alltså rekonstruktionsvillkoren, skall dessutom inte finnas inkluderade som ursprungliga avtalsvillkor avseende *Obligations*. Händelserna i *Section 4.7(a)* definieras som:

- (i) minskning av räntesats eller räntebelopp av framtida eller upplupna räntebetalningar;
- (ii) minskning av kapitalbelopp eller premie som skall betalas vid förfallodagen eller i enlighet med en tidsplan för betalning av inlösningsbelopp;
- (iii) uppskjutande av datum för antingen betalning av upplupna räntor eller betalning av kapitalbelopp eller premie;
- (iv) ändring i förmånsrättsordning avseende betalning av *Obligation* på så sätt att en *Obligation* får sämre förmånsrätt än en annan *Obligation*;
- (v) varje ändring av betalningsvaluta eller en överenskommelse avseende betalning av ränta eller kapitalbelopp i en annan valuta som inte är *Permitted Currency*.

Begreppet *Permitted Currency* definieras i paragraf (A) inom *Section 4.7* som lagliga betalningsmedel i stater som tillhör *Group 7* eller medlemsstater i *Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD)*. Dessa valutor skall dessutom ha den högsta *rating* av en av de tre mest kända *rating agencies*.

Följande händelser anses inte vara *Restructuring*, enligt *Section 4.7(b)*: (i) betalning i euro av *Obligation* som avser en annan valuta från en stat som tillhör EU; (ii) händelser definierade i *Section 4.7(a)* som utgör administrativa justeringar, bokföringsjusteringar eller skattejusteringar; och (iii) händelser definierade i *Section 4.7(a)* som inträffar under sådana omständigheter som inte är, på ett direkt eller indirekt sätt, resultat av försämring av kreditvärdigheten eller den finansiella ställningen hos den underliggande enheten.

Denna definition kallas i diskussionen om *Restructuring* för ”den gamla definitionen” eftersom den fanns i *Section 4.7* av de gamla *1999 ISDA Credit Derivatives Definitions*. Denna definition försöker uppenbarligen inkludera samtliga händelser som innebär en ändring av förfallodag för förfallna eller framtida betalningar av den underliggande enheten och vissa andra händelser. Definitionen i *Section 4.7* är inte ändrad sedan 1999 men den kompletterades med nya definitioner som analyseras nedan.

Anledningen till ändringarna var två stora företagsrekonstruktioner, den första av det brittiska bolaget ”Marconi” och den andra av det amerikanska bolaget ”Conseco”. Dessa företagsrekonstruktioner har visat på vissa svagheter i definitionen av *Restructuring* i *Section 4.7* och resulterat i kompletteringar av denna definition. Dessutom har man diskuterat möjligheten att avskaffa hela *Restructuring* definitionen i *2003 ISDA Credit Derivatives Definitions*.

Rekonstruktionen av "Marconi" i Storbritannien pågick mellan åren 2001 och 2003 och gick igenom flera faser. Den första fasen var bolagets diskussioner med dess fordringsägare och en överenskommelse mellan dessa två parter som inte varit bindande för samtliga bolagets fordringsägare. Denna fas tog ganska lång tid och under den tiden var det oklart om *Restructuring* inträffat eller inte. Därefter övergick rekonstruktionen i den andra fasen där överenskommelsen blivit bindande för samtliga kreditorer. Frågan om *Restructuring* inträffat i enlighet med *Section 4.7* var viktig för ett större antal av Marconis fordringsägare som hade skaffat sig kreditriskskydd mot Marconis risk. Detta skydd var i form av *credit default swaps* och skyddsköpare i dessa transaktioner var också ägare till den underliggande *Obligation*. Marconi utgjorde alltså den underliggande enheten i detta fall.

Under den första fasen av Marconis rekonstruktion hade flera ledande advokatbyråer delade uppfattningar om *Restructuring* inträffat i enlighet med *Section 4.7* av *1999 ISDA Credit Derivatives Definitions* eller inte. Anledningen till detta var att denna rekonstruktion inte påbörjats med en ansökan till domstolen utan pågick i form av Marconis samtal med kreditorerna med syftet att hitta en lösning för bolagets finansiella kris. Eftersom definitionen av *Restructuring* föreskriver att den måste vara "*in a form that binds all holders of such Obligation*"¹ blev det oklart om Marconis "*non-binding financial work-out*" som det kallats i media² uppfyllt villkoren som denna definition fastställer. Uppfattningarna i frågan huruvida *Restructuring* inträffat var som sagt delade, särskilt i förhållande till vilken information som förekommit i medierna.

Publicering i medierna var en viktig omständighet eftersom den utgör ett element i mekanismen av *credit default swap* som utlöser skyddssäljarens betalningsskyldighet mot skyddsköparen. Hade medierna publicerat att Marconi påbörjat en företagsrekonstruktion skulle det räcka för skyddsköpare att kräva betalning från skyddssäljare. Men medierna publicerade information om diskussioner och samtal mellan bolaget och kreditorerna vilket inte var precis den information om *Restructuring* som definitionen i *Section 4.7* avsåg. Det fanns en uppfattning att Marconis uttalanden i medierna klart visade för allmänheten att bolaget kämpade för att överleva och att diskussioner med kreditorerna räckte för *Reconstruction*. Ett argument för denna uppfattning var att definitionen i *Section 4.7* inte förutsätter att en formell ansökan om *Restructuring* måste inlämnas till domstolen. Den andra uppfattningen var att diskussioner med kreditorer inte räckte för denna *Credit Event*, utan att en formell ansökan måste lämnas in till domstolen.³

Det fanns anledningar till att kreditorer som haft kreditriskskydd var intresserade att få denna *Credit Event* accepterat i denna första fas för att kunna utlösa skyddssäljarnas betalningsskyldighet. Det var nämligen så att de flesta kreditorer i sina *credit default swaps* hade klausuler om *Physical Settlement*. Detta innebar att, i fall av en *Credit Event*, dessa kreditorer skulle överlåta sina fordringar dvs. *Obligations* till skyddssäljarna och i gengäld erhålla *Obligations* nominella värde. Denna omständighet gjorde att dessa kreditorer, som inte varit i majoritet i kreditorernas grupp, inte var villiga att vänta på resultat av Marconis rekonstruktionsprocess i domstolen. Det berodde på att deras *Obligations* i så fall skulle bli rekonstruerade och ersatta med nya *Obligations* i form av reducerade och uppskjutna

¹ Section 4.7(a) 2003 ISDA Credit Derivatives Definitions

² International Financial Law Review, Marconi reveals shortcomings of credit swap documents, International Financial Law Review, October 2002.

³ N. Frome, C. Brown, Lessons from the Marconi restructuring, International Financial Law Review, September 2003.

betalningar, obligationer och eventuell konvertering av skuld till aktier. Just konvertering av Marconis skuld till aktier var en risk som dessa kreditorer inte var villiga att ta. Det är nämligen så att aktier inte är lämpliga för överlåtelse till skyddssäljaren genom *Physical Settlement*. I sådana situationer händer det ibland att t.ex. ett lån på tio miljoner rekonstrueras på så sätt att fordringsägaren får en miljon i form av kontantbetalning med förlängd återbetalningstid och nio miljoner i aktier. I ett sådant fall skulle en sådan fordringsägare, som haft kreditriskskydd genom *credit default swap*, kunna överlåta endast en miljon till sin skyddssäljare och erhålla en miljon kontant genom uppgörelse. Detta skulle utgöra den överlåtbara delen av den underliggande obligationen. Resten, nio miljoner i aktier, skulle fordringsägaren inte kunna överlåta till skyddssäljaren genom *Physical Settlement*. Detta innebär att skyddsköparen inte skulle erhålla någon som helst betalning från skyddssäljaren för denna del. Fordringsägarens kreditriskskydd skulle i den delen visa sig värdelös för en *credit default swap*. Av den anledningen var Marconis kreditorer som haft kreditriskskydd villiga att utlösa *Restructuring* som *Credit Event* men var osäkra på om de verkligen haft grund för detta i definitionen av *Restructuring* som gällt då.

Även om Marconis rekonstruktion och dess konsekvenser vid tillämpning av *Section 4.7* av *1999 ISDA Credit Derivatives Definitions* diskuterats intensivt i finansvärlden blev det aldrig ett rättsfall. Diskussionen har resulterat i en uppfattning att *Restructuring* borde tas bort från *2003 ISDA Credit derivatives Definitions* eftersom *Failure to Pay* skulle räcka för att täcka en utebliven betalning vars anledning är en företagsrekonstruktion. *Restructuring* finns kvar i *Section 4.7* av de nya definitionerna i en kompletterad form men denna diskussion pågår fortfarande.

Det andra fallet av betydelse för tillämpningen av definitionen *Restructuring* var rekonstruktion av det amerikanska bolaget Consecoco. Consecoco hade en förfallen skuld på 2,8 miljarder USD till 25 olika banker. Bolagets skulder rekonstruerades på så sätt att återbetalningen av en del av skulden på 1,2 miljarder USD förlängdes till år 2003 med möjlighet till ytterligare en förlängning till år 2005. Denna förlängning av återbetalningstiderna utgjorde *Restructuring* enligt *Section 4.7* av *1999 ISDA Credit Derivatives Definitions*, vilket blev allmänt accepterat. Ett antal av Consecocos kreditorer hade kreditriskskydd för sina risker på Consecoco genom *credit default swaps*. Eftersom Consecoco, som i detta fall var den underliggande enheten, blev rekonstruerat och kreditorernas *Obligations* blev förlängda krävde dessa kreditorer betalning från sina respektive skyddssäljare. Skyddssäljarna å sin sida hade inga invändningar i samband med denna *Credit Event* och var beredda att fullgöra sina betalningar.

Problemet uppstod istället i samband med *Physical Delivery* som varit avtalad som uppgörelsemetod i nästan samtliga *credit default swaps*. När *Physical Delivery* tillämpas har skyddsköparen skyldighet att överlåta den underliggande *Obligation* eller *Deliverable Obligation* till skyddssäljaren. *Deliverable Obligation* definieras i *Confirmation* och den avser vanligtvis andra fordringar i förhållande till den underliggande enheten med samma eller bättre förmånsrätt.¹ I Consecoco fallet varierade priset på bolagets skulder på marknaden från 60% till 100% av det nominella värdet. Denna situation gav skyddsköpare möjlighet att på marknaden köpa Consecocos billigaste obligationer, överlåta dem till skyddssäljarna och behålla sina dyrare *Obligations*, som de haft i sina portföljer. Detta kallas för *cheapest to deliver option* och dessa skyddsköpare var i de flesta fall banker som varit långivare till Consecoco. Consecocos återbetalning av bankernas lån har visserligen förlängts men det blev ingen

¹ Se definitionen av *Deliverable Obligation* i avdelningen om *Physical Settlement*

avskrivning och den förlängda tiden var också räntebärande. Det var tveksamt om bankerna förlorat något alls på denna rekonstruktion med hänsyn till relativt förmånliga villkor i rekonstruktionsavtalet med Consecos. Bankernas fordringar hade högre värde jämfört med Consecos obligationer som handlats på marknaden och bankerna har faktiskt vunnit genom att köpa och överlåta billigare obligationer till skyddssäljarna och erhålla betalning för obligationernas nominella värde. Samtidigt behöll bankerna sina lånefordringar mot Consecos som haft högre värde och fick betalt från Consecos utan någon betydlig förlust. Bankerna vann på dessa affärer särskilt i fall när de själva behöll sina kortfristiga lån till Consecos och överlät långfristiga Consecosobligationer som de köpt på marknaden till sina skyddssäljare. Detta var möjligt eftersom definitionen av *Restructuring* inte innehöll någon begränsning av förfallotiden avseende *Deliverable Obligations* som skulle överlåtas genom *Physical Settlement*. Priserna på dessa olika typer av Consecos skulder var olika vilket bankerna utnyttjade genom *cheapest to deliver option*.

Skyddssäljarna, som förväntat sig att få banklån överlåtna på sig, räknade inte med en sådan situation. De ansåg att *cheapest to deliver option* blev ett orättvist resultat av en tolkning och tillämpning av *Section 4.7* av *1999 ISDA Credit Derivatives Definitions*. Skyddssäljarna vägrade först betalning men efter en kortare tidsperiod betalade de till skyddsköparna.¹ Rekonstruktionen av Consecos blev aldrig ett rättsfall men den gav anledning till diskussioner och vissa ändringar som gjorts i *2003 ISDA Credit Derivatives Definitions*.

Som en konsekvens av denna oklara situation i samband med rekonstruktionen av Consecos reagerade de två huvudmarknaderna för kreditderivat i New York och London på två olika sätt. Skyddssäljare i New York krävde högre pris för kreditderivat om *Restructuring* blivit inkluderad i avtalet som *Credit Event* medan skyddssäljare i London fortsatte med att inkludera *Restructuring* i sina avtal som standard. Denna skillnad mellan dessa två huvudmarknader förklarades på så sätt att den amerikanska marknaden är mer utvecklad när det gäller obligationer. Huvudaktörer som säljer riskskydd inom *credit default swap* marknaden i USA var därför för det mesta fokuserade på obligationer och de ville inte inkludera *Restructuring* i sina avtal. Banker å andra sidan, som i de flesta fall är skyddsköpare, insisterade på att få *Restructuring* inkluderad i sina *credit default swaps*. Anledningen till detta var dels kapitaltäckningsregler dels situationer som uppstår i samband med banklån som kan påverkas betydligt av en företagsrekonstruktion. Skyddssäljarnas nya priser för inkludering av *Restructuring* i *credit default swaps* blev 10-15% högre än för likadana avtal där *Restructuring* inte varit inkluderad.²

Situationen i Europa utvecklades annorlunda eftersom denna marknad fortfarande huvudsakligen är en banklånemarknad. Detta innebär att denna marknad skulle bli betydligt mindre om *Restructuring* uteslöts från *credit default swaps*. Av den anledningen fortsatte skyddssäljarna på den europeiska marknaden med *Restructuring* som standardvillkor i sina avtal om *credit default swaps*. Denna situation visar även på en annan skillnad mellan marknaderna i New York och London. Skyddssäljarna var nämligen en starkare part i New York medan skyddsköparna var den starkare parten i London.³

¹ Deutsche Bank, Global Market Research – Derivatives, May 2, 2001, s. 3, www.db.com.

² Deutsche Bank, s. 3.

³ Deutsche Bank, s. 3.

2.4 ISDAs nya definitioner i samband med Restructuring

ISDA blev medvetet om att problemen som uppstod genom *cheapest to deliver option* i samband med rekonstruktion av Consecos skulle kunna rubba det förtroende som ISDAs *Documentation* redan vunnit bland aktörerna på marknaden. Dessutom insåg ISDA att ett annat missbruk, i samband med definitionen av *Restructuring*, av skyddsköparens rättigheter var möjligt. Det var nämligen så att enligt definitionen av *Restructuring* var det möjligt att endast en kreditor och den underliggande enheten ingick ett avtal om att kreditorns fordran skulle rekonstrueras på ett sätt som passar dessa parter. Därefter skulle en sådan kreditor, om han haft kreditriskskydd genom *credit default swap* med en skyddssäljare, utlösa *Restructuring* som en *Credit Event* mot sin skyddssäljare och kräva betalning från denne. ISDA insåg att sådana situationer måste uteslutas i framtiden och författade, direkt efter rekonstruktion av Consecos, ett supplement till definitionen *Restructuring*. Detta supplement och andra ändringar blev senare inkluderade i flera nya definitioner som kompletterar definitionen av *Restructuring*. Dessa nya definitioner analyseras nedan.

Diskussionen om en ny formulering av definitionen *Restructuring* tog relativt lång tid. Diskussionen visade skillnader mellan den amerikanska och den europeiska marknaden som var svåra att överbrygga och inkludera i en enda definition. Av den anledningen avslutades diskussionen med en lösning som innehåller flera alternativ. Enligt den nya lösningen får avtalsparterna välja mellan fyra alternativ¹ när de ingår *credit default swap*.

Det första alternativet kallas för *No Restructuring*² vilket innebär att avtalsparterna väljer att inte inkludera denna *Credit Event* i sitt avtal. Det andra alternativet kallas för *Old Restructuring* där avtalsparterna väljer att inkludera den gamla definitionen av *Restructuring* som finns kvar i *Section 4.7*. Det tredje alternativet som är bättre anpassat till den amerikanska marknaden³ kallas för *Modified Restructuring* medan det fjärde alternativet kallas för *Modified- Modified Restructuring* och passar bättre för den europeiska marknaden. De två senaste alternativen, som i vanligt språkbruk kallas för *Modified Restructuring* och *Modified- Modified Restructuring*, avser alltid *Physical Settlement* som uppgörelsemetod. Det är därför att endast *Restructuring* i samband med denna uppgörelsemetod gav anledning till olika tolkningar och missförstånd bland aktörer på kreditderivatmarknaden. Det är värt att notera att *Physical Settlement* tillämpas mer i praktiken än *Cash Settlement*.⁴ Detta faktum var också en viktig anledning till diskussionen kring *Restructuring* och till införandet av de nya definitionerna. Det alternativ som vanligtvis kallas för *Modified Restructuring* regleras i *Section 2.32(c)*⁵ under titeln *Restructuring Maturity Limitation Date*. Denna bestämmelse föreskriver att, i fall där avtalsparterna avtalat om *Physical Settlement* som uppgörelsemetod, förfallodagen för *Deliverable Obligations* inte får vara längre bort än 30 månader räknat

¹ E. O'Connell, K. Boggiano, Understanding Isda's credit derivatives rules, *International Law Review*, August, 2003

² L. Marshall, Credit Default Swaps and the Issue of Restructuring: Documentation, Market Practice and Risk Management, *The RMA Journal – The Official Magazine of Risk Management Association*, May 2003, s. 33.

³ J. Coiley, New Documentation for a Changing Market, *Journal for International Banking Law and Regulation*, 2003, 18(4), s. 190.

⁴ Deutsche Bank, s. 2.

⁵ Engelsk text – *Section 2.32(c)*. "Restructuring Maturity Limitation Date" means the date that is the earlier of (x) thirty months following the Restructuring Date and (y) the latest final maturity date of any Restructured Bond or Loan, provided, however, that under no circumstances shall the Restructuring Maturity Limitation Date be earlier than the Scheduled Termination Date or later than thirty months following the Scheduled Termination Date and if it is, it shall be deemed to be the Scheduled Termination Date or thirty months following the Scheduled Termination Date, as the case may be.

antingen från datumet för *Restructuring* eller från datumet när avtalet mellan avtalsparterna upphör. Tidsfristen på 30 månader räknas från det senare datumet. Ett exempel på denna bestämmelse kan vara en situation där en skyddsköpare köpt kreditriskskydd i förhållande till en underliggande enhet för en period på fem år och den underliggande enheten blir rekonstruerad efter ett år. I en sådan situation får skyddsköparen till skyddssäljaren överlåta sådana *Deliverable Obligations* vilkas förfallodag inte får vara längre än avtalstiden, vilket i detta fall är fyra år. Om rekonstruktionen av den underliggande enheten inträffar t.ex. efter fyra år får skyddsköparen överlåta sådana *Deliverable Obligations* som förfaller inom 30 månader, alltså två och halvt år efter avtalstidens slut. *Modified Restructuring* är egentligen inte en ny bestämmelse eftersom den infördes år 1999 som ett supplement till *1999 ISDA Credit derivatives Definitions*. De skyddssäljare som avtalat detta supplement var skyddade från *cheapest to deliver* överlåtelser. Ett fall från år 2002 rapporterades¹ som ett exempel på hur skyddsköpare blev hindrade att vinna mot skyddssäljare genom en överlåtelse av en billigare fordran. Det handlade om det amerikanska bolaget Solutia Inc. som rekonstruerat en skuld på 800 miljoner USD. Denna rekonstruktion var utan tvekan en *Credit Event* vilket innebar att Solutias kreditorer, som haft kreditriskskydd genom *credit default swaps*, hade full rätt att kräva betalning från sina respektive skyddssäljare. På den tiden fanns flera av Solutias obligationer på marknaden. Obligationer som hade förfallodag år 2027 handlades för 65% av sitt nominella värde. De övriga obligationerna, som var med mycket kortare förfallotider, handlades för nästan 100% av sitt nominella värde. I denna situation blev kreditorerna hindrade att köpa och överlåta de billiga obligationerna och på detta sätt vinna på skyddssäljarnas bekostnad.

Alternativet som vanligtvis kallas för *Modified - Modified Restructuring* regleras i *Section 2.33(c)*² under titeln *Modified Restructuring Maturity Limitation Date*. Denna bestämmelse föreskriver att, i fall där avtalsparter avtalat om *Physical Settlement* som uppgörelsemetod, förfallodag för *Deliverable Obligations* inte får vara längre än 60 månader räknat antingen från datumet för *Restructuring* eller från datumet när avtalet mellan avtalsparterna upphör. Detta gäller *Deliverable Obligations* som är obligationer eller lån medan en tidsfrist om 30 månader gäller för övriga *Deliverable Obligations*.

Båda definitionerna i *Section 2.32(c)* och *Section 2.33(c)* har till syfte att förhindra skyddsköpare, att i fall av *Restructuring* till skyddssäljare överlåta långvariga och billigare skulder i stället för kortvariga och dyrare skulder av den underliggande enheten.³ Skillnaden mellan dessa två bestämmelser avseende förfallodagar av *Deliverable Obligations*, 30 och 60 månader, avspeglar som sagt olika relationer mellan skyddsköpare och skyddssäljare på marknaderna i Nordamerika och Europa.

En ytterligare skillnad mellan bestämmelser i *Section 2.32(c)* och *Section 2.33(c)* avser *Deliverable Obligations*. Denna skillnad avser överlåtbarhet av *Deliverable Obligations*. Enligt *Section 2.32(c)*, alltså definitionen av *Modified Restructuring*, som tillämpas på den amerikanska marknaden, krävs det att *Deliverable Obligation* blir *Fully Transferable Obligation*. Detta innebär i fall av obligationer av den underliggande enheten att de måste

¹ Morgan Stanley, Fixed Income Research, Credit Derivatives Strategy, September 2002, s. 3, www.morganstanley.com.

² Engelsk text – *Section 2.33(c)*. "Modified Restructuring Maturity Limitation Date" means, with respect to a Deliverable Obligation, the date that is the later of (x) the Scheduled Termination Date and (y) 60 months following the Restructuring Date in the case of a Restructured Bond or Loan, or 30 months following the Restructuring Date in the case of all other Deliverable Obligations.

³ J. Coiley, New Documentation, s. 190.

vara överlåtbara utan lagstiftningsrestriktioner eller godkännande av en tredje part. När det gäller övriga fordringar i förhållande till den underliggande enheten måste de vara av ett sådant slag att deras överlåtelse är möjlig enligt samma villkor. *Fully Transferable Obligations* regleras i *Section 2.32(b)* som inte citeras i denna avdelning.

Den europeiska marknaden har även i detta fall accepterat en annorlunda definition av *Deliverable Obligations* i samband med *Modified – Modified Restructuring*. Denna typ av *Deliverable Obligation* kallas för *Conditionally Transferable Obligation* och regleras i *Section 2.33(b)*. Enligt denna definition skall *Deliverable Obligation* vara överlåtbar i de fall *Deliverable Obligations* består av obligationer. När det gäller andra fordringar skall de vara överlåtbara utan godkännande av en tredje part. Definitionen tillåter att sådana fordringar blir villkorligt överlåtbara om de innehåller en klausul som innebär att godkännande av en tredje part, om ett sådant krävs för överlåtelse, inte skall ”be unreasonably withheld or delayed”.¹ Denna definition, som är avsedd att tillämpas i Europa ställer alltså lägre krav i förhållande till överlåtbarhet av *Deliverable Obligations* än *Section 2.32(b)* som är avsedd för den amerikanska marknaden.

De nya definitionerna från år 2003 är också avsedda att förhindra en kreditor till den underliggande enheten att ensam ingå ett rekonstruktionsavtal med den underliggande enheten och sedan, i egenskap av skyddsköpare, utlösa *Restructuring* i förhållande till sin skyddssäljare. På detta sätt skulle en sådan skyddsköpare ensam kunna framkalla *Credit Event* och sedan kunna vinna på skyddssäljarens bekostnad. Detta hindras genom en bestämmelse i *Section 4.9* som föreskriver att *Restructuring* inte gäller som *Credit Event* om *Obligation* som rekonstruerats inte ägs av minst fyra ägare som inte är *affiliates* alltså inte är kopplade till varandra genom ett ägarförhållande. Dessutom krävs det att minst 66% av samtliga ägare till denna *Obligation* godkänner den händelse som utgör *Restructuring*.

2.5 Diskussion om nödvändigheten av att inkludera *Restructuring* som en *Credit Event*

ISDA har engagerat sig i diskussionen om *Restructuring* med syfte att hitta en lösning som skulle vara acceptabel för samtliga aktörer som ingår *credit default swaps*. En enhetlig lösning har uppenbarligen inte hittats eftersom aktörer som använder *2003 ISDA Credit Derivatives Definitions* i dagens läge har möjlighet att välja mellan fyra olika alternativ avseende *Restructuring*. Några av de viktigaste skyddssäljarna på den amerikanska marknaden har redan förklarat att de inte kommer att inkludera *Restructuring* som *Credit Event* när de säljer kreditriskskydd genom *credit default swaps*.² Detta beslut beror på deras starka marknadsposition på den amerikanska marknaden.

Den viktigaste anledningen till att *Restructuring* inkluderas i *credit default swaps* är att detta är ett krav enligt de nya kapitaltäckningsregler som diskuteras inom *The Basel Committee on Banking Supervision*. Denna internationella kommitté består av representanter för centralbanker och finanstillsynsmyndigheter från 13 västerländska stater. Baselkommittén har ingen formell överstatlig makt utan den formulerar vissa standardregler och förväntar sig att medlemsstaterna skall implementera dessa regler i sina nationella lagstiftningar. Baselkommittén har nyligen accepterat ett dokument som heter *New Basel Capital Accord* och huvudsakligen innehåller kapitaltäckningsregler. Detta *New Basel Capital Accord* ersatte den gamla *Basel Capital Accord* från år 1988.

¹ Section 2.33(b) 2003 ISDA Credit Derivatives Definitions

² L. Marshall, s. 34.

Det nya dokumentet, som i vardagsspråk kallas för Basel II, är ett viktigt dokument för aktörer på kreditderivatmarknaden eftersom det påverkar deras verksamhet. Av den anledningen har ett antal aktörer aktivt deltagit i diskussionen kring dokumentets utformning. ISDA har tillsammans med några andra professionella föreningar¹ försökt påverka utvecklingen av Basel II i kontakter med *Credit Risk Mitigation Group* i Baselkommittén. Dessa kontakter gällde bl.a. *Restructuring* och ISDAs försök att utesluta denna *Credit Event* från de obligatoriska *Credit Events* som Basel II föreskriver. Det är nämligen så att den första versionen² av Basel II föreskrev att kreditderivat måste innehålla minimum tre *Credit Events* för att en skyddsköpare skall anses ha en hundra procentig kapitaltäckning genom avtal om kreditderivat. Dessa *Credit Events* är *Failure to Pay*, *Bankruptcy* och *Restructuring*. ISDA och de övriga aktörerna i den diskussionen utgick från uppfattningen att de övriga *Credit Events* som föreskrivs i *2003 ISDA Credit Derivatives Definitions* även täcker sådan kreditrisk som definieras i *Restructuring*. Denna uppfattning grundades på uppfattningen hos ett antal aktörer på marknaden.³ Av den anledningen skulle *Restructuring* vara onödig och denna *Credit Event* skulle kunna uteslutas.

Baselkommittén delade inte denna uppfattning och inkluderade *Restructuring* som en obligatorisk *Credit Event* i *Section 191* av Basel II dokumentet, vars slutversion publicerades i juni 2004. Detta är kanske den viktigaste anledningen till att skyddsköpare insisterar att få *Restructuring* inkluderad i sina avtal om *credit default swap*. Även om påståendet att *Restructuring* täcks av de övriga *Credit Events* kan visa sig vara riktigt, spelar det inte så stor roll för skyddköparna eftersom de känner sig tvungna att inkludera *Restructuring* i sina avtal på grund av Basel II – reglerna.

2.6 Slutsats – en oklarhet i definitionerna

Utvecklingen av definitionen *Restructuring* visar för det första en av de viktigaste grundidéerna som kännetecknar avtal om kreditderivat. Avtalsparterna i ett sådant avtal har en stor frihet att i avtalet bestämma en eller flera betalningsförpliktelser för den underliggande enheten som s.k. referensförpliktelser. Om en eller flera av dessa referensförpliktelser drabbas av en *Credit Event* och parterna har avtalat om en fysisk uppgörelse blir skyddssköparen inte skyldig att på skyddssäljaren överlåta just dessa referensförpliktelser. Skyddssköparen kan överlåta andra betalningsförpliktelser av den underliggande enheten på skyddssäljaren, de s.k. *Deliverable Obligations* vilket kan resultera i större vinster eller förluster för en part än i fall när endast en referensförpliktelse skall överlåtas. Trots att den amerikanska marknaden visat motstånd mot just denna avtalsmekanism kvarstår den i dokumentationen, numera i flera versioner. Att dela en avtalsbestämmelse i fyra versioner är emellertid inte den bästa lösningen för en standardiserad dokumentation och därför ses definitionen av *Restructuring* som en svaghet.

För det andra visar analysen ovan att *ISDA Documentation* fortfarande är under utveckling och att vissa nya ändringar kan förekomma innan denna dokumentation stabiliseras.

För det tredje visar analysen ovan att utformningen av en standardiserad dokumentation som är avsedd för en global tillämpning inte är en lätt uppgift. Denna utformning påverkas av

¹ London Investment Banking Association (LIBA), The Bond Market Association (TBMA), Risk Management Association (RMA) och International Association of Credit Portfolio Managers (IACPM)

² The New Basel Capital Accord

³ L. Marshall, s. 35

många faktorer, bland annat av reaktioner på vissa marknader och vissa internationella regler som t.ex. Basel II som nämnts ovan. Kreditderivat är alltså en avtalstyp som kräver bra kunskaper inte endast om marknaden och kreditrisker utan även om dokumentationens finesser som inte alltid är lätta att förstå.

3. EN OKLARHET I RAMAVTALET

3.1 Inledning

I detta kapitel analyseras effekterna av en bestämmelse i *2002 ISDA Master Agreement* som reglerar betalningar som avtalsparterna är skyldiga varandra i fall av avtalshävning före avtalstidens utgång. I den tidigare versionen av *ISDA Master Agreement* från 1992 fanns en liknande bestämmelse vars tillämpning resulterade i ett antal tvister. Denna bestämmelse har delvis ändrats i den nya versionen av *ISDA Master Agreement* från 2002 men det är oklart om den nya bestämmelsen och en ny metod för uträkning av parternas betalningar kommer att fungera i praxis.

3.2 Problemställning

Det har inledningsvis förklarats att *ISDA* skapat sin dokumentation för olika derivattransaktioner med ambitionen att detta regelverk skall reglera samtliga situationer som kan uppstå mellan avtalsparterna. En sådan situation resulterar i att avtalsparterna blir skyldiga varandra vissa betalningar i fall av avtalshävning före avtalstidens utgång. Denna situation är uppenbarligen en av de svåraste att reglera i ett avtal och *ISDA*s försök att göra det har inte ansetts vara helt lyckat. Den avtalsbestämmelse som reglerar parternas betalningar vid avtalshävning före avtalstidens utgång är *Section 6(e)* av *2002 ISDA Master Agreement*. En liknande bestämmelse fanns även i *1992 Master Agreement* som också analyseras nedan med syftet att förklara svagheter som måste uppmärksammas av avtalsparter när de ingår *ISDA Master Agreement*.

Det som är intressant i samband med *Section 6(e)* är att den utesluter skadeståndsrättsliga regler och ersätter dem med självkonstruerade metoder för uträkning av parternas betalningar. Sådana bestämmelser är inget nytt i avtalsrätten men *ISDA*s försök att författa sådana bestämmelser är intressant att uppmärksamma på grund av bestämmelsens komplexitet. *Section 6(e)* är författat på så sätt att dess tillämpning skulle kunna ge en lösning på parternas samtliga betalnings- och skadeståndskrav i samband med ett stort antal derivattransaktioner av olika slag som hävts samtidigt. Det kan t.ex. hända att två avtalsparter ingått flera kreditderivattransaktioner, ränteswappar, valutaswappar och s.k. *equity* derivat. Dessa transaktioner dokumenteras av med olika *ISDA* definitioner och bekräftelser och av *ISDA Master Agreement* som ett ramavtal. Om en avtalspart bryter mot sina förpliktelser i endast en transaktion har motparten rätt att häva samtliga transaktioner. Om motparten gör det blir det väldigt svårt att räkna ut vad parterna är skyldiga varandra i form av förfallna fordringar och vilka kostnader motparten kommer att ha för att ersätta de hävda transaktionerna genom att ingå samma transaktioner med andra avtalsparter och till vilket pris. Sådana betalningskrav och uträkningar av belopp som avtalsparterna kräver från varandra brukar resultera i komplicerade tvister. *Section 6(e)* är alltså tänkt och utformad på så sätt att avtalsparterna kan undvika tvister och komma till ett tillfredställande resultat endast med tillämpning av de uträkningsmetoder som är stadgade i denna bestämmelse. Nedan följer en analys av dessa

metoder som ger anledning till försiktighet när det gäller tillämpning och effekter av *Section 6(e)*.

3.3 Metoder för uträkning av parternas betalningar

Enligt *1992 ISDA Master Agreement* fanns det två metoder som avtalsparterna kunde välja för uträkning av sina fordringar i fall av avtalshävning före avtalstidens utgång. Metoderna inkluderade förtida avtalshävningar på grund av avtalsbrott vilket kallas för *Event of Default* eller på grund av vissa händelser utanför parternas kontroll vilket kallas för *Termination Event*. Tanken bakom utformningen av metoderna var att avtalsparterna skulle förlikas genom tillämpning av metoderna. Genom en sådan förlikning skulle parterna undvika tvister och domstolsprocesser.

Den första metoden kallades för *Loss*. Enligt *ISDA* ansågs *Loss* vara en primär betalningsmetod för uträkning av parternas betalningar.¹ *Loss*-metoden innebar att varje part skall göra en rimlig bedömning av sina sammanlagda förluster i form av ett positivt belopp och sina vinster i form av ett negativt belopp vid en avtalshävning. Uträkningen kunde inkludera endast en hävd transaktion eller flera hävda transaktioner. Vid bedömningen skulle varje part agera i god tro.² Syftet med metoden var att försätta varje avtalspart i samma position som de skulle ha befunnit sig i om avtalet inte hävts. Dessutom var syftet att ersätta parten den så kallade *cost of funding* som innebär kostnaderna för part att låna ytterligare ett belopp för att hamna i situationen som skulle ha gällt om avtalet inte hävdes. Det tredje elementet i *Loss*-metoden var kostnaderna för ingående i ytterligare *hedge* transaktioner som har till syfte att begränsa partens förlust i den nya transaktion som parten ingår för att ersätta den hävda transaktionen.³

Den andra metoden kallades för *Market Quotation*. Enligt denna metod skulle parterna göra sina uträkningar på prisinformation som skulle anskaffas av minst tre ledande aktörer på marknaden, så kallade *market makers*. De ledande aktörerna skulle göra en prisbedömning av den transaktion eller de transaktioner som hävts med utgångspunkt från hävningsdatumet. Bedömningarna skulle göras så fort som möjligt efter datumet för avtalshävningen. En möjlig prisbedömning kan innebära det pris som en ledande marknadsaktör skulle kräva för att ingå samma transaktion med en av parterna, under samma villkor. Problemet med prisinformationen är att det har visat sig vara svårt att få bedömningar som är gjorda av minst tre aktörer samtidigt. Dessutom visade det sig att ju längre tiden gick, ju svårare blev det att knyta prisbedömningen till hävningsdatumet eftersom marknaden ändrades varje dag.⁴ Uträkningar enligt *Market Quotation*-metoden inkluderar belopp som marknadsledande aktörer lämnat som ersättning för ingående i ersättningstransaktioner plus de obetalda belopp som motparter var skyldiga enligt den eller de hävda transaktionerna. Det sammanlagda beloppet skall reduceras för det obetalda belopp som den uträknande parten var skyldig motparten enligt den eller de hävda transaktionerna.

Bestämmelserna som reglerar *Loss*- och *Market Quotation*-metoderna i *1992 ISDA Master Agreement* är väldigt komplicerade och svårtolkade och svårtillämpade i praktiken. Detta resulterade i tvister vid tillämpning av bestämmelserna under 1999 och 2000. Tvisterna hade

¹ User's Guide to the 1992 ISDA Master Agreements, s. 23.

² User's Guide to the 1992 ISDA Master Agreements, s. 25.

³ A. Lenon, Early termination Payments Under the 1992 ISDA Master Agreement, *Journal of International Banking Law*, 16(3), 2001, s. 85.

⁴ A. Lenon, s. 85.

ingenting att göra med kreditderivattransaktioner utan med andra typer av derivattransaktioner, men anledningen att skriva ett par korta kommentarer om tvisterna är att analysera *ISDA Documentation* som en helhet. Som framgår av det föregående avsnittet har *ISDA Documentation* visat svagheter som måste uppmärksammas i samband med analysen av dokumentationen.

Den första rättsfallet från 1999 som behandlade parternas betalningar i samband med förtida avtalshävning var *Australia and New Zealand Banking Group Ltd v. Société Générale*¹. Dessa två banker, ANZ och SG, ingick tre så kallade *non-deliverable forward foreign exchange* transaktioner som bekräftades med tre separata bekräftelser och reglerades av *1992 ISDA Master Agreement*. En vanlig *forward foreign exchange* transaktion innebär att en part skall betala ett bestämt belopp i en valuta till motparten och motparten skall betala samma belopp i en annan valuta till den första parten, vid ett visst datum i framtiden. Vid uppgörelsen brukar parterna betala endast skillnader som eventuellt uppstår på grund av kursändringar. I detta fall skulle SG betala USD till ANZ och ANZ skulle betala ryska rubel till SG. SG ingick samtidigt en *hedge* transaktion med en rysk bank *Société Générale-Vostok* vilket innebar samma transaktion med omvända roller. När ryska staten införde nya regler för ryska banker, motiverade av den ryska ekonomiska krisen 1998, blev samtliga villkor uppfyllda för förtida avtalshävning, det vill säga *Early Termination* av de tre transaktionerna. Parterna gjorde uträkningar med tillämpning av *Loss*-metoden och ANZ ställde krav på SG för betalning av 16,7 miljoner USD. SG bestred inte beloppet i sig, men inkluderade i sina uträkningar sin förlust i *hedge* transaktionen med SG-Vostok. Den ryska banken SG-Vostok gick nämligen i konkurs och kunde inte betala 16,7 miljoner USD till SG som den annars skulle ha varit skyldig att göra. SG ansåg att denna förlust skulle inkluderas i uträkningarna i förhållande till ANZ. ANZ stämde SG och vann tvisten i båda instanserna i engelsk domstol som fann att SG:s förlust i *hedge*-transaktionen med SG-Vostok inte kunde inkluderas i SG:s uträkningar enligt *Loss*-metoden. Domstolsbeslutet var inte utan kontroverser avseende tolkningen av bestämmelsen om *Loss*-metoden i *1992 ISDA Master Agreement* vilket var anledningen till att rättsfallet fick stor uppmärksamhet och kommenterades i litteraturen.²

Ett annat rättsfall från år 2000 behandlade parternas betalningar i samband med en förtida avtalshävning och anses vara viktigt för utvecklingen av bestämmelserna om uträkningsmetoder i *ISDA Documentation*. I detta rättsfall var parterna *Peregrine Fixed Income Ltd. (in liquidation)* och *Robinson Department Store Public Co Ltd.*³ Peregrine var en finansiell institution från Hong Kong och Robinson var en thailändsk grossist. Dessa två parter ingick endast en transaktion som gick ut på att Robinson åtagit sig att till Peregrine överlåta ett kassaflöde på 87 miljoner USD under 25 år med betalning en gång per år. Det måste ha funnits andra transaktioner i bakgrunden av denna transaktion men det hade inte någon betydelse för tvisten. Peregrine gick i likvidation i januari 1998 och Robinson gick i en företagsrekonstruktion därefter. Först i december 1999 sökte Robinson *Market Quotation*, det vill säga en prisuppskattning från tre ledande marknadsaktörer som skulle ersätta transaktionen med Peregrine. Robinsons kreditvärdighet sjönk avsevärt på grund av dess företagsrekonstruktion vilket resulterade i att marknadsaktörer inte var villiga att acceptera samma villkor som Peregrine accepterat vid avtalsingåendet med Robinson. Detta resulterade i en mycket lägre värdering av Robinson som motpart. Det genomsnittliga pris som Robinson fått från marknadsaktörerna och som Robinson ansåg sig vara skyldig att betala till Peregrine

¹ [1999] 2 All ER (Comm) 625

² A. Hudson, *Law on Financial Derivatives*, para 3-114, 3-115, 3-116; S.K. Henderson, *Henderson on Derivatives*, s. 735-741; A. Lenon, s. 87-89.

³ Commercial Court, Claim No 2000-Folio 277

var 9,5 miljoner USD. Peregrine ville inte acceptera ett sådant resultat av *Market Quotation*-metoden och stämde Robinson för betalning av 87 miljoner USD. Domstolen fastställde att Robinsons uträkning, som fastställts genom *Market Quotation*, var orealistisk på grund av den sänkta kreditvärdigheten vilken inte orsakats av Peregrine. Därför ansåg domstolen att Peregrine inte var skyldig att ta de negativa konsekvenserna av Robinsons sänkta kreditvärdighet och tillämpade *Loss*-metoden som inte varit avtalad mellan parterna. Hade domstolen accepterat *Market Quotation* skulle Robinson tjäna cirka 77 miljoner USD på transaktionen på grund av sin dåliga finansiella situation. Peregrine skulle förlora 77 miljoner USD utan att ha gjort sig skyldig till något avtalsbrott och utan att Peregrine själv bidragit till Robinsons försämrade finansiella ställning. Domstolen ansåg att det resultatet skulle vara orimligt. Även detta rättsfall fick stor uppmärksamhet och kommenterades i litteraturen.¹

Dessa tvister avseende tolkningen av *Loss*- och *Market Quotation*-metoderna var anledningen till att *ISDA* ändrade metoderna i *2002 ISDA Master Agreement* genom införandet av en ny metod. Denna metod kallas för *Close-out Amount* som regleras i *Section 6(e)*. Kortfattat kan man säga att metoden innehåller tre komponenter som ingår i uträkningen vid en förtida avtalshävning. Den första komponenten är förfallna men obetalda betalningar vid datum för avtalshävning, den andra komponenten är betalningar som skulle ha förfallit om avtalet inte hävts och den tredje komponenten utgör ett framtida värde av de hävda transaktionerna. Vid uträkningarna skall nya informationskällor användas. Uppgifter som får användas enligt den nya metoden är till exempel indikativa priser från olika tredje parter, information från marknaden som inskaffats från tredje parter och även information från parternas interna källor. Vid tillämpning av den nya metoden skall avtalsparter agera i god tro.

Den nya *Close-out Amount* metoden har inte prövats i rättspraxis och det är svårt att förutse om denna metod kommer att ge bättre resultat än de gamla metoderna. Det finns en uppfattning att de gamla metoderna, som försökte använda objektiva bedömningselement som *Market Quotations*, misslyckats och att den nya metoden står närmare de existerande rättsreglerna om skadestånd och domstolsresonemangen i skadeståndsfrågor. Den nya metoden innehåller subjektiva element vid uträkningen till skillnad från de gamla metoderna. Ändringen har kommenterats i litteraturen där man kommit till slutsatsen att de subjektiva elementen inte påverkar uträkningarna på ett negativt sätt. Tvärtom anses det att subjektiva element, i kombination med vissa objektiva element, kan bidra till att avtalsparter kommer till rimligare resultat när de räknar ut sina förluster och vinster vid förtida avtalshävningar.²

3.4 Skadeståndsaspekter av betalningar vid avtalshävning

De uträkningsmetoder som beskrivits ovan omfattar i själva verket några väldigt komplicerade skadeståndsrättsliga frågor och försöker reglera dem på ett enklare sätt. Det handlar alltså om parternas skadeståndsrättsliga krav som en följd av motpartens avtalsbrott eller som en följd av avtalshävning som regleras i *ISDA Master Agreement*. *ISDA*s försök att reglera ett så stort rättsområde genom en avtalsbestämmelse är verkligen ambitiöst. Det beror kanske på *ISDA*s uppfattning att avtal om finansiella derivat skiljer sig från andra avtalstyper så att det är möjligt att avtalsparter löser alla skadeståndsfrågor genom tillämpning av vissa uträkningsmetoder. *ISDA* har reglerat i *Section 6(e)(v)*, som har titeln *Pre – Estimate*, att betalningar som avtalsparterna fullgör vid avtalshävning utgör en rimlig förtida bedömning av förlust och inte ett avtalsstraff. Dessa belopp betalas i fall av avtalshävning som *loss of*

¹ S.K. Henderson, *Henderson on Derivatives*, s. 744-749; A. Lenon 89-91; A Hudson, *Law on Financial Derivatives* para 3-114, 3-115, 3-116.

² S.K. Henderson, *Henderson on Derivatives*, s. 684.

bargain och förlust av riskskydd för framtida risker men ingen avtalspart har rätt till *additional damages as a consequence of the termination*. Sådana *consequential damages* är alltså uteslutna enligt bestämmelsen i *Section 6(e)(v)*.

Skillnaden mellan s.k. *liquidated damages* och avtalsstraff är viktig eftersom avtalsstraff i många fall är förbjudna. Å andra sidan är det tillåtet att avtalsparter gör en rimlig förtida bedömning av förlust och reglerar betalning av en sådan förlust i avtalet.¹ *Section 6(e)(v)* fastställer alltså att de belopp som skall utbetalas inte är avtalsstraff utan en rimlig förtida bedömning av förlust. *Loss of bargain* kallas också för *expectation damages*.² Enligt principen om *expectation damages* skall den skadelidande försättas i samma situation som om avtalet blivit fullgjort i sin helhet. Denna effekt uppnås genom skadestånd som den skadelidande erhåller från motparten som brutit mot avtalet. Denna typ av skadestånd för avtalsbrott i engelsk rätt ger alltså skydd för partens förväntningar som den haft i samband med ett avtal. Även om det är svårt att översätta engelska juridiska termer till svenska är det möjligt att säga att *expectation damages* liknar det positiva kontraktsintresset i svensk rätt.

Nästa engelska begrepp som förekommer i *Section 6(e)(v)* är *consequential loss* som avtalsparter inte har att kräva från varandra. *Consequential loss* är ytterligare en förlust som räknas utöver övrig förlust som kan drabba en avtalspart när motparten bryter mot avtalet. En sådan förlust ligger utanför den förväntade nyttan av avtalet som en part haft och som motparten eventuellt varit medveten om. *Consequential loss* liknar alltså indirekt skada i svensk rätt.

Det framgår från de korta beskrivningarna av de skadeståndstyper som nämnts i *Section 6(e)* att det handlar om oerhört stora och komplicerade skadeståndsrättsliga frågor som i engelsk rätt regleras genom ett stort antal regler. Komplexiteten av dessa skadeståndsfrågor var kanske en anledning till att *ISDA* försökte ersätta de gällande reglerna med en mindre komplicerad avtalsbestämmelse. Det första försöket från *1992 Master Agreement* blev inte en succé, som framgår av analysen av *Loss* och *Market Quotation* ovan. Den nya metoden som kallas för *Close-out Amount* har inte testats tillräckligt i praxis och det saknas underlag för att kunna göra en kvalificerad bedömning av den metoden.

3.5 Slutsats – parternas betalningar vid avtalshävning

Analysen ovan ger grund för några slutsatser avseende kreditderivattransaktioner och *ISDA Documentation*. Om man enbart fokuserar på kreditderivattransaktioner ser man att transaktionstypen inte varit föremål för några uppmärksammade domstolstvister, särskilt inte avseende parternas betalningar vid förtida avtalshävningar. Denna omständighet kan vara en slump men den kan också vara ett resultat av en stabilitet som kreditderivattransaktioner visat inom den korta perioden om 10-15 år som de funnits. Det kan också vara resultatet av en omfattande och väldigt detaljerad dokumentation för kreditderivattransaktioner i form av *ISDA Credit Derivatives Definitions*. Ändå får man räkna med vissa oklarheter i tolkningen av definitionerna i framtiden eftersom både definitionerna och kreditderivattransaktionerna är komplicerade och omfattande. Dessutom använder definitionerna ett stort antal olika juridiska begrepp och definierade procedurer som kan få oförutsedda former i olika länder i världen. Det som är positivt i definitionernas utveckling är *ISDA*s vilja att snabbt åtgärda svagheter i definitionerna och komplettera dem med de nyupptäckta formerna av definierade begrepp.

¹ E. McKendrick, *Contract Law*, 5 uppl., Basingstoke, Hampshire, 2003, s. 441 ff; P. S. Atiyah, s. 435-439.

² E. McKendrick, *Contract Law*, s. 409 ff.; P. S. Atiyah, s. 444.

Vad visar exemplen med parternas betalningar vid förtida avtalshävningar som beskrivits ovan? Det visar på svårigheterna när *ISDA* övergår från reglering av enstaka derivattransaktioner till reglering av bredare juridiska frågor i *ISDA Master Agreement*. En sådan bredare fråga är regleringen av skadeståndsaspekter vid förtida avtalshävningar. *ISDA Master Agreement* är som sagt författat som ett ramavtal som skall styra samtliga typer av derivattransaktioner som regleras av *ISDA*s olika definitioner. Det innebär att bestämmelserna i *ISDA Master Agreement* måste utformas på en allmän nivå så att de passar varje enstaka typ av derivattransaktioner bland annat kreditderivattransaktioner. Utformningen av allmänna bestämmelser var inte någon lätt uppgift då olika transaktionstyper skiljer sig väsentligt från varandra och det kan vara svårt att formulera deras gemensamma element på ett tillfredsställande sätt. Dessutom är *ISDA Master Agreement* utformat på ett ambitiöst sätt, i form av ett regelverk som försöker reglera samtliga möjliga typer av avtalsbrott, anledningar till omöjlighet för avtalets genomförande, avtalshävning, kvittning, nettning, skadeståndsfrågor och så vidare. Vid analysen av vissa delar av *ISDA Documentation* kan konstateras att de delar som ligger närmare en konkret transaktion fungerar bättre, och då främst definitionerna, särskilt *ISDA Credit Derivatives Definitions*. Ju längre delar av dokumentationen avlägsnas från en konkret transaktionstyp, desto fler svårigheter uppstår vid tillämpningen av bestämmelserna. Med detta menas särskilt *ISDA Master Agreement* som reglerar parternas relationer på en allmän nivå. Ännu större svårigheter uppstår när det gäller att reglera flera transaktioner av olika typer i situationer när avtalets genomförande avbryts av någon anledning. Det kan vara en *Event of Default*, alltså ett avtalsbrott eller en *Termination Event*, alltså en avtalshävning på grund av en omständighet utanför parternas kontroll. Dessa situationer är svåra att lösa även när det gäller mindre komplicerade avtal och tillämpningen av lagbestämmelser eller allmänna rättsprinciper. Därför är det inte förvånande att tillämpningen av bestämmelser som reglerar parternas betalningar vid avtalshävningar i 1992 *ISDA Master Agreement* blivit oklara och att de har ersatts med nya bestämmelser i *Section 6(e)* i 2002 *ISDA Master Agreement*.

Försöket att ersätta de existerande skadeståndsreglerna med självkonstruerade regler, som *ISDA* gjort i *ISDA Master Agreement*, har visat sig vara ett komplicerat uppdrag. För närvarande kan man konstatera att försöket inte varit helt misslyckat men inte heller särskilt lyckat. Tillämpningen av bestämmelserna har i vissa fall fungerat men i de rättsfall som redovisats ovan resulterade tolkningen av bestämmelserna om *Loss* och *Market Quotation* i tvister. I de två rättsfall som redovisats ovan kunde domstolarna inte acceptera extrema tolkningar av de två uträkningsmetoderna och domstolsbesluten begränsade tolkningarna av bestämmelserna inom gränserna för vad som kan anses vara rimligt enligt de grundläggande principerna i skadeståndsrätten.

Värt att konstatera här är *ISDA*s vilja att ändra dokumentationen och försöka hitta bättre lösningar. Det visar att *ISDA Documentation* är i en utvecklingsprocess, men en flexibel sådan, eftersom riktlinjer och resonemang från domstolsbeslut accepteras och inkluderas i dokumentationen inom en relativt kort tid. Det har redan förklarats i samband med analysen av *Section 6(e)(v)* att *Close-out Amount*-metoden utgör en rimlig förtida bedömning av förlusten och inte ett avtalsstraff. Om avtalsparterna verkligen kan formulera klara regler som skall tillämpas för bedömningen av skadeståndsbelopp vid förtida avtalshävningar är denna lösning det bästa sättet att räkna ut skadeståndsbelopp i fall av en förtida avtalshävning. När det gäller effekterna av den nya *Close-out Amount*-metoden återstår det att se om denna metod kommer att ge bättre effekter än *Loss*- och *Market Quotation*-metoderna.

4. FÖRHÅLLANDET MELLAN KREDITDERIVAT OCH VISSA GENERELLA BESTÄMMELSER I RAMAVTALET

4.1 Inledning

2002 ISDA Master Agreement, som också kan kallas för ramavtalet, är ett omfattande dokument på 36 sidor med ett stort antal avtalsbestämmelser och definitioner. Dessa bestämmelser reglerar inte kreditderivatavtal utan vissa förhållanden mellan avtalsparterna som kan beskrivas som allmänna avtalsfrågor. Ramavtalet försöker vara heltäckande så att det reglerar samtliga dispositiva avtalsområden mellan avtalsparterna och inte lämnar många sådana frågor till nationella lagstiftningar. Ett sådant sätt att författa avtal har både fördelar och nackdelar. Nedan analyseras ett antal avtalsbestämmelser i *ISDA Master Agreement* som har betydelse för kreditderivattransaktioner.

4.2 Problemställning

2002 ISDA Master Agreement reglerar inte en konkret transaktion utan är avsedd att reglera flera transaktioner mellan samma avtalsparter. Dessa transaktioner kan vara olika typer av derivattransaktioner som t.ex. ränteswappar, valutaswappar, s.k. *Commodity Derivatives*, *Equity Derivatives*, kreditderivat osv. Ramavtalet, som också är ett standardavtal, reglerar transaktioner ingångna före eller efter det att parterna ingått en konkret transaktion. Avtalsparterna kan alltså ingå en *Confirmation* utan att de ingått *Master Agreement*. Även om man rekommenderar att avtalsparterna ingår *Master Agreement* och *Schedule* först och *Confirmation* senare, är det i praktiken vanligare att avtalsparterna ingår *Confirmation* först och *Master Agreement* senare¹.

Det finns en idé bakom *ISDA Documentation* som det ser ut idag. De dokument som utgör *ISDA Documentation* är utformade på så sätt att samtliga transaktioner mellan två avtalsparter, som alltså styrs av ett ramavtal som inkluderar *Schedule*, och flera *Confirmations* som inkluderar definitioner, utgör ett avtal. Eftersom samtliga dessa transaktioner utgör ett avtal mellan samma avtalsparter blir det möjligt att kvitta deras samtliga betalningsförpliktelser med varandra vilket blir praktiskt särskilt när det gäller insolvenssituationer.² Om en avtalspart i ett *ISDA Master Agreement*, som haft flera transaktioner med motparten, går i konkurs kan konkursförvaltaren välja endast transaktioner där konkursboet har förfallna fordringar mot motparten och kräva denna betalning. Om sådana transaktioner utgör enstaka avtal har motparten kanske ingenting att kvitta mot konkursboet i sådana avtal. Å andra sidan har motparten kanske fordringar mot konkursboet från andra transaktioner men dessa fordringar kan inte kvittas eftersom det handlar om separata transaktioner. För att hindra sådana situationer föreskriver *ISDA Master Agreement* att samtliga transaktioner mellan två parter utgör ett avtal och då är kvittning i konkurs möjlig i de lagstiftningar där konkursregler tillåter kvittning. Denna kvittningsmöjlighet är intressant

¹ S. James s. 189.

² A. Hudson, *Law on Financial Derivatives*, para 3-11.

för avtalsparter som ingått flera kreditderivat med varandra eftersom det kan finnas förfallna premiebetalningar på skyddsköparens sida som skulle kunna kvittas mot skyddssäljarens utbetalning i fall när en *Credit Event* inträffar.

Det är viktigt att inledningsvis förklara att *ISDA Master Agreement* kopierat många avtalsbestämmelser från internationella låneavtal. Det gäller avtalets struktur, bestämmelser som inkluderats i avtalet och bestämmelsernas innehåll. Att ramavtalet för derivattransaktioner tagit över en hel del från internationella låneavtal är inget konstigt med hänsyn till att *ISDA*s medlemmar huvudsakligen är banker som använt låneavtal långt innan derivattransaktioner uppkom. Vissa rättsbegrepp från låneavtal har också inkluderats i definitionerna men de blev inte så starkt påverkade av låneavtalets struktur och bestämmelser som ramavtalet. Omständigheten att ramavtalet innehåller en hel del avtalsbestämmelser som kännetecknar internationella låneavtal leder till frågan om dessa avtalsbestämmelser verkligen passar till kreditderivattransaktioner. Det finns t.ex. sådana bestämmelser som behandlar parternas agerande i samband med skattebetalningar vilka i de flesta fall är kopplade till utbetalningar av ränta till en utländsk avtalspart. Räntan är en viktig fråga för avtalsparterna i ett låneavtal, särskilt för banker som långgivare som vill erhålla återbetalning av sina lån utan skatteavdrag. Å andra sidan är räntebetalning ingen stor fråga för parter i kreditderivatavtal eftersom de betalningar som fullgörs av avtalsparterna i kreditderivattransaktioner inte utgör räntebetalningar.

De två exemplen ovan visar att vissa avtalsbestämmelser i ramavtalet har en större eller en mindre betydelse för kreditderivattransaktioner. Nedan analyseras ett antal viktigare avtalsbestämmelser i *ISDA Master Agreement* utifrån deras betydelse för kreditderivattransaktioner.

4.3 Ramavtalets inledande bestämmelser

Man brukar säga att *ISDA Documentation* är en standardiserad dokumentation men denna beskrivning är inte helt korrekt. Avtalsparter som använder denna dokumentation har så mycket att fylla i och avtala om i *Schedule* och i *Confirmation* att denna dokumentation snarare kan beskrivas som en delvis standardiserad dokumentation. Denna omständighet och det faktum att dokumentationen består av flera delar var anledning till införandet av vissa bestämmelser som reglerar hur vissa delar av dokumentationen förhåller sig till varandra. Dessa frågor regleras i två inledande bestämmelser som analyseras nedan. I detta sammanhang är det intressant att ge några förklaringar om nettning som också regleras i en av de inledande bestämmelserna.

Section 1(b) Inconsistency reglerar situationer när vissa delar av 2002 *ISDA Documentation* (*Master Agreement*, *Schedule* och *Confirmation*) kommer i konflikt med varandra. Denna bestämmelse föreskriver att i fall när *Master Agreement* och *Schedule* kommer i konflikt har *Schedule* företräde. Om *Confirmation* kommer i konflikt med *Master Agreement* inklusive *Schedule* har *Confirmation* företräde när det gäller den konkreta transaktionen. Om man utgår från att samtliga dokument som utgör *ISDA Documentation* är författade av *ISDA* blir det kanske konstigt att dessa dokument kan komma i konflikt med varandra och att man måste reglera vilket dokument som har företräde. Egentligen avser denna bestämmelse något annat, nämligen avvikelser som kan förekomma om avtalsparterna ändrar några existerande bestämmelser eller tillägger några nya i olika dokument som utgör *ISDA Documentation*. Det

är möjligt att sådana bestämmelser kommer i konflikt med övriga bestämmelser i *ISDA Documentation* och då är det nödvändigt att fastställa vilka dokument som har företräde.¹

Section 1(c) Single Agreement föreskriver att samtliga transaktioner som avtalsparterna ingått, tillsammans med *Master Agreement* utgör ett enda avtal, och att avtalsparterna annars inte skulle ingå dessa transaktioner. Denna bestämmelse har en viktig rättslig konsekvens, nämligen att ett avtalsbrott i en transaktion mellan avtalsparterna utgör avtalsbrott i samtliga transaktioner. Titeln *Single Agreement* skulle kunna uppfattas på ett annorlunda sätt, nämligen att olika dokument som utgör *2002 ISDA Documentation* utgör en helhet. Bestämmelsen *Single Agreement* syftar egentligen till en annan rättslig effekt. Denna bestämmelse skapar ett rättsligt samband mellan olika transaktioner som styrs av ett *Master Agreement*, mellan samma avtalsparter. Tillämpning av denna bestämmelse är möjlig endast i situationer när avtalsparter ingår två eller flera transaktioner med varandra. I fall när avtalsparterna endast ingår en transaktion, som regleras av hela *2002 Documentation (Master Agreement, Schedule och Confirmation)* får bestämmelsen *Single Agreement* ingen tillämpning.

En av de inledande bestämmelserna i ramavtalet, *Section 2(c)*, föreskriver att avtalsparterna tillämpar s.k. bilateral nettning i förhållande till sina förpliktelser. En bilateral nettning är ett speciellt kvittningsförfarande som utöver betalningsförpliktelser även kan omfatta förpliktelser att överlåta finansiella instrument eller valuta.² Rent praktiskt innebär detta att en betalningsförpliktelse av en avtalspart i en valuta kan kvittas mot motpartens betalningsförpliktelse i en annan valuta eller mot en förpliktelse att överlåta en fordran. En bilateral nettning verkar vara en praktisk procedur för en fysisk uppgörelse i en kreditderivattransaktion. Genom en kvittning mellan skyddsköparens förpliktelse att överlåta det underliggande instrumentet mot skyddssäljarens förpliktelse att utbetala instrumentets nominella värde skulle skyddsköparen kunna slippa ett eventuellt inköp och överlåtelse av det underliggande instrumentet. Skyddssäljaren skulle i så fall kunna kvitta instrumentets värde mot sin utbetalning till skyddsköparen och utbetala endast skillnaden. Men i praktiken fungerar det inte så eftersom det inte är klart vilket värde det underliggande instrumentet har på marknaden efter att en *Credit Event* inträffat. Meningen med en kreditderivattransaktion är att skyddsköparen eventuellt på marknaden hittar den billigaste *Deliverable Obligation* som han enligt *Confirmation* har rätt att överlåta på skyddssäljaren. Om skyddsköparen köper detta instrument för 50% av dess värde och från skyddssäljaren erhåller 100%, alltså instrumentets nominella värde, har skyddsköparen åstadkommit det resultat som han förväntat sig vid avtalsingåendet. Den bilaterala nettning som föreskrivs i *Section 2(c)* är alltså en intressant avtalsmekanism att uppmärksamma i ramavtalet men den har inte så stor betydelse för just kreditderivattransaktioner.

4.4 Avtalsbrott

Inledningsvis är det viktigt att förklara att avtalsbrott och olika *events* som betecknar olika händelser som påverkar *ISDA Master Agreement* endast gäller mellan två avtalsparter. Dessa händelser har ingenting att göra med en underliggande enhet i ett avtal om kreditderivat som redan analyserats i denna avhandling. Tar man avtalsparterna i ett avtal om kreditderivat, alltså en skyddsköpare och en skyddssäljare, kan man säga att ramavtalet reglerar deras inbördes förhållanden och har ingenting att göra med den underliggande enheten. Ramavtalet reglerar på vilket sätt dessa två avtalsparter i ett avtal om kreditderivat skall fullgöra avtalsförpliktelser mot varandra och vilka rättigheter motparten har i fall av avtalsbrott. Allt

¹ A. Hudson, *Law on Financial Derivatives*, para 3-52.

² L. Afrell, H. Klahr, P. Samuelsson, s. 161; SOU 1993:114, s. 58.

som gäller ett avtal om kreditderivat i förhållande till en underliggande enhet, händelser som utlöser parternas förpliktelser och annat regleras alltså genom *Confirmation* och 2003 *ISDA Credit Derivatives Definitions* som redan analyserats i denna avhandling och därför inte analyseras i detta kapitel.

Section 5(a) reglerar avtalsbrott i en bestämmelse som kallas för *Events of Default*. Dessa bestämmelser är viktiga i varje finansavtal, särskilt i låneavtal. Genom sådana avtalsbrottsklausuler som också kallas för *default* klausuler bestämmer avtalsparterna även att ett avtal kan komma till slut.¹ Det finns åtta kategorier av sådana avtalsbrott som utgör *Events of Default* enligt *ISDA Master Agreement*.

Det är viktigt att i denna korta inledning förklara att avtalsbrott dvs. *Events of Default* alltid innebär ett culpöst agerande där en part försummar sin förpliktelse. *Termination Events*, som är händelser som också ger rätt till avtalshävning och också analyseras i detta avsnitt, är däremot konstruerade på så sätt att de inte nödvändigtvis innebär ett avtalsbrott. En *Termination Event* kan vara en händelse som inte orsakats av att en avtalspart inte fullgjort sin förpliktelse men ändå ger anledning till avtalshävning.² En kort beskrivning av olika avtalsbrott och anledningar till avtalshävning samt deras rättsföljder, som bidrar till en bättre förståelse av skillnaden mellan *Events of Default* och *Termination Events*, finns vidare i detta kapitel.

I detta kapitel behandlas *Events of Default* först och därefter *Termination Events*. Formuleringen av *Events of Default* bestämmelser anses vara ett känsligt arbete med hänsyn till att *ISDA Master Agreement* reglerar ett större antal olika transaktioner. Om man jämför *default* klausuler i ett avtal om derivat med t.ex. *default* klausuler i ett avtal om fasta lån verkar *default* klausuler i låneavtalet vara alltför strikta. Detta särskilt med hänsyn till olika *swap* derivatavtal där båda parterna i avtalet samtidigt har rättigheter och förpliktelser. I ett låneavtal, efter att långivaren utbetalat lånebeloppet till låntagaren, har endast låntagaren väsentliga förpliktelser mot långivaren, nämligen att återbetala lånet. Långivaren är därför intresserad av att få in strikta *default* klausuler i avtalet så att han t.ex. kan accelerera avtalet redan vid det första tecknet på låntagarens finansiella svaghet.³

Avtal om derivat eller kreditderivat anses vara delvis annorlunda till sin natur med hänsyn till att värde eller pris som ligger till grund för avtal om derivat, eller underliggande transaktion i fall av avtal om kreditderivat, kan variera kraftigt. Detta innebär att ett avtal kan bli en viktig tillgång för en avtalspart eller en stor börda dvs. förpliktelse för den andra. I sådana situationer försöker den avtalspart som har en stor börda undgå avtalet genom att man söker vilken som helst anledning för hävning. Detta anses vara en anledning till att avtalsparterna i derivat eller kreditderivattransaktioner inte är benägna att avtala om sådana *default* klausuler som skulle göra hävning av avtalet alltför lätt.⁴

Av den anledningen stipulerar *ISDA Master Agreement* anstånd med försummelse av betalningen och påminnelse som skall skickas av den avtalspart som skall erhålla betalningen. Enligt den nya versionen av *ISDA Master Agreement* från år 2002⁵ är detta anstånd en dag i

¹ P. C. Harding, *Mastering the ISDA Master Agreement*, London, 2002, s. 54.

² A. C. Gooch, L. B. Klein, s. 59.

³ A. C. Gooch, L. B. Klein, s. 60.

⁴ A. C. Gooch, L. B. Klein, s. 60.

⁵ Section 5(a)(i) föreskriver en arbetsdag som löper efter att den betalande parten erhållit påminnelse om betalningen.

fall betalningsförpliktelser och överlåtelseförpliktelser. Detta är en förkortning i förhållande till det anstånd om tre arbetsdagar som var föreskriven i 1992 *ISDA Master Agreement*. När det gäller en annan typ av försummelse, som inte avser betalningen, är denna period 30 dagar efter att den försumliga parten erhållit påminnelse från motparten.¹ När avtalsparter diskuterar anstånd beror längden av den perioden för det mesta på transaktionstypen och den konkreta marknaden. I vissa fall reducerar avtalsparterna även *Events of Default* från de åtta som finns formulerade i *Section 5(a)* till t.ex. tre där *Bankruptcy*, *Misrepresentation* och *Failure to Pay or Deliver* oftast brukar ingå.

Anståndet, dvs. tiden efter att den part som inte fullgjort sin förpliktelse erhållit påminnelse från motparten, är avsedd för rättelse av försummelsen. Med andra ord kan denna period beskrivas som ett slags tilläggstid för fullgörelse av betalningsförpliktelse eller *delivery* vilket i detta fall betyder överlåtelse. Oavsett att avtalsparterna fritt kan bestämma längden av ett sådant anstånd, så rekommenderar man att den perioden definieras som en period "*of the essence*" eller en väsentlig period för avtalsparterna.² Detta uttryck innebär att denna avtalsklausul har väsentlig betydelse för avtalsparterna. När en avtalspart bryter mot en sådan väsentlig förpliktelse har motparten rätt att häva avtalet. Detta gäller även i engelsk rätt där sådana klausuler kallas för villkor - *conditions*. Ordet *condition* betecknar i engelsk rätt bl.a. en avtalsklausul som är väsentlig för avtalsparterna. Genom en sådan klausul, som alltså har karaktär av *condition*, lovar en avtalspart att något är sant eller att parten kommer att fullgöra sin förpliktelse. Om parten bryter mot just denna förpliktelse som kallas för *condition* har motparten rätt att häva avtalet eller anse sig själv befriad från vidare fullgörande av avtalet. Motparten har också rätt att kräva skadestånd.³

I *Section 5* regleras i flera bestämmelser motpartens plikt att skicka en påminnelse till den part som inte fullgjort sin förpliktelse. Dessa påminnelser måste skickas om motparten vill att rättsföljder som är föreskrivna i avtalet skall inträda i fall när den part som inte fullgjort sin förpliktelse underlåter att åtgärda sin försummelse efter att *grace period* löpt ut. Även om den part som inte fullgjort sin förpliktelse i de flesta fall är mycket väl medveten om sin försummelse, krävs det ändå att en påminnelse om detta skickas i enlighet med *Section 5*. Påminnelsen är alltså en förutsättning för rätten att häva avtalet. Dessutom skapar en sådan påminnelse klarhet för den parten som inte fullgjort sin förpliktelse om vad motparten har för avsikt att göra på grund av försummelsen.⁴

Nedan följer en kort översikt över de avtalsbrott som är stipulerade i ramavtalet samt en kommentar till dessa avtalsbestämmelser.

4.4.1 Avtalsbrott mot betalnings- eller överlåtelseförpliktelser

Section 5(a)(i) reglerar situationer där avtalsparter inte fullgör sådan betalning eller överlåtelse som de är skyldiga att göra enligt övriga avtalsbestämmelser. Om en utebliven betalning eller överlåtelse inte åtgärdats inom en arbetsdag efter att den avtalspart som inte fullgjort sin förpliktelse erhållit meddelande om detta från motparten utgör denna uteblivna betalning eller överlåtelse en *Event of Default* som kallas för *Failure to Pay or Deliver*. I samtliga fall handlar det alltid om förfallna betalningsförpliktelser eller

¹ Section 5(a)(ii)(1)

² E. A. Coleman, Swaps, FX, and the 'Full Two-Way Payments' Fallacy, *Journal of International, Bank & Finance Law*, May 1993, 229, 234.

³ J. Chitty, para 12-025.

⁴ S. James, s. 235.

överlåtelseförpliktelser. Denna bestämmelse föreskriver alltså att motparten skickar *notice* dvs. en påminnelse eller ett kravbrev till den part som inte fullgjort sin förpliktelse med krav på den uteblivna betalningen eller överlåtelsen. Det är alltså inte tillräckligt att förlita sig på den omständigheten att betalningen eller överlåtelsen uteblivit utan motparten måste skicka en påminnelse om att denne har för avsikt att återropa en *Event of Default* och göra de rättsföljder som föreskrivs i avtalet gällande.

4.4.2 Avtalsbrott mot övriga avtalsförpliktelser

Section 5(a)(ii) reglerar i p.(1) situationer när en avtalspart inte fullgör sina övriga förpliktelser enligt avtalet, som alltså inte är betalningsförpliktelser eller överlåtelseförpliktelser. Om en avtalspart inte fullgör sin förpliktelse inom trettio dagar efter att den avtalsparten erhållit meddelande (påminnelse) om detta från motparten, utgör detta avtalsbrott en *Event of Default* som kallas för *Breach of Agreement* eller avtalsbrott mot icke betalningsförpliktelser.

En tänkbar situation där *Section 5(a)(ii)* är tillämplig är t.ex. *Section 4(b)* som föreskriver att avtalsparter skall göra *reasonable efforts* med syfte att behålla samtliga samtycken som anskaffats från regering eller en annan instans i kraft och gällande. Om en avtalspart bryter mot avtalet genom att den inte behåller sådana samtycken, måste motparten agera på det sättet att man först skickar en påminnelse om detta till den försummande parten. Om den försummande parten inte åtgärdar detta inom 30 dagar har motparten rätt att återropa *Event of Default* och att häva avtalet. Andra tänkbara situationer där *Section 5(a)(ii)* är tillämplig kan vara avtalsförpliktelser att överlämna vissa finansiella rapporter, *legal opinions* eller annan dokumentation till motparten.

Section 5(a)(ii) reglerar i p. (2) situationer när en avtalspart vägrar fullgörelse av sina förpliktelser, när en avtalspart ifrågasätter eller bestrider giltigheten av *ISDA Master Agreement* eller av *Confirmation* eller en transaktion som denna part undertecknat. En sådan vägran eller ett sådant bestridande kan komma även från en person eller enhet som agerar på partens vägnar eller som har fullmakt att företräda avtalsparten. I sådana situationer har alltså motparten rätt att återropa *Event of Default*.

4.4.3 Avtalsbrott i samband med Credit Support

Credit Support Provider beskrivs i litteraturen som en garant för avtalsförpliktelser hos en avtalspart.¹ Med andra ord åtar sig en *Credit Support Provider* att fullgöra avtalsförpliktelser hos en avtalspart, allt i enlighet med avtalet dvs. *ISDA Master Agreement*. Denna garanti kan förekomma i olika former t.ex. i form av remburs, garanti, säkerhet, pant osv.² Man brukar säga att avtalspartens förpliktelser "stöds" av ett *Credit Support Document*. Enligt bestämmelser i *Credit Support Documents* kan en *Credit Support Provider* endast vara en tredje part.

Section 5(a)(iii) reglerar i tre punkter situationer när: (1) en avtalspart eller dennes *Credit Support Provider* inte fullgör sin förpliktelse enligt *Credit Support Document*, (2) ett *Credit Support Document* löper ut, hävs eller upphör så att den säkerhet som genom detta dokument lämnats till motparten upphör innan den part som skaffat ett sådant kreditstöd fullgör sina

¹ S. James, s. 252.

² User's Guide to the 1992 ISDA Master Agreements, s. 14-15; A. C. Gooch, L. B. Klein, s. 63.

förpliktelser i förhållande till motparten och (3) en avtalspart eller dennes *Credit Support Provider* vägrar fullgörelse eller ifrågasätter giltigheten av *Credit Support Document*.

Tolkningen av bestämmelsen i p. (3) är lite problematisk med hänsyn till existensen av ett avtal vars giltighet ifrågasätts. Det är nämligen så att man kan vägra fullgöra, häva eller friskriva sig från ett giltigt avtal. Om avtalet dvs. *Credit Support Document* var ogiltigt från början så har detta avtal aldrig kommit till stånd. I en sådan situation existerar inte ett *Credit Support Document* och eftersom det icke är existerande kan man inte häva det eller ifrågasätta dess giltighet. En motpart i *ISDA Master Agreement* som förlitat sig på ett *Credit Support Document* som senare visat sig vara ogiltigt från början kan inte åberopa *Section 5(a)(iii)(3)* och *Event of Default* på grund av detta.¹

4.4.4 Avtalsbrott - *Missrepresentation*

Section 5(a)(iv) föreskriver att varje *representation* som lämnats, upprepats eller ansetts vara upprepade av en avtalspart i *ISDA Master Agreement* eller *Credit Support Document*, som visat sig vara oriktig eller vilseledande utgör en *Misrepresentation* och *Event of Default*. Denna bestämmelse omfattar inte *Representations* som regleras i *Section 3(e) - Payer Tax Representation* och *3(f) Payee Tax Representation*.

Representation, misrepresentation och deras rättsföljder i engelsk rätt har redan nämnts i detta kapitel. När det gäller *representations* som regleras i *Section 5(a)(iv)* är det, enligt en uppfattning,² oklart vilka *representations* denna bestämmelse avser. Det är nämligen så att själva *ISDA Master Agreement* innehåller en omfattande *Section 3* med elva *representations*³ som avtalsparter lämnar till varandra. Det anses att även om begreppet *Representation* inte är definierat i *Section 5(a)(iv)* så syftar man förmodligen just på de *representations* som regleras i *Section 3*. Detta leder till slutsatsen att eventuella muntliga *representations* som lämnats innan avtalsparterna ingick *ISDA Master Agreement* eller en konkret transaktion, förmodligen inte omfattas av bestämmelsen om *Misrepresentation* i *Section 5(a)(iv)*.⁴

Section 3(e) och *(f)* dvs. *representations* som lämnas i samband med skattebetalning och skatteavdrag omfattas inte av *Section 5(a)(iv)*. Anledningen till detta är att den avtalspart som lämnat en osann eller vilseledande *representation* blir drabbad redan genom att den erhåller betalning som är reducerad med det belopp som dragits av. Därför ger inte en sådan *Misrepresentation* anledning till en *Event of Default*.

4.4.5 Avtalsbrott i samband med en specificerad transaktion

Section 5(a)(v) reglerar i fyra punkter följande situationer där en avtalspart inte fullgör vissa avtalsförpliktelser i samband med en specificerad transaktion. Dessa punkter kan sammanfattas så att en avtalspart inte fullgör sin förpliktelse enligt *Specified Transaction* som resulterat i likvidation, acceleration eller hävning av denna *Specified Transaction*. Det gäller också situationen där en avtalspart vägrar fullgörelse eller bestrider eller ifrågasätter giltigheten av *Specified Transaction*.

¹ S. James, s. 236.

² S. James, s. 236.

³ Dessa *representations*, som redan beskrivits i föregående avdelningar är: Status, Powers, No Violation or Conflict, Consents, Obligations Binding, Absence of Certain Events, Absence of Litigation, Accuracy of Specified Information, Payer Tax Representation, Payee Tax Representation och No Agency.

⁴ S. James, s. 236.

Detta avtalsbrott utgör en *Event of Default* som kan resultera i avtalshävning. Andra uteblivna fullgörelser av avtalsförpliktelser under andra transaktioner mellan samma parter ger inte alltid anledning till avtalshävning utan *Section 5(a)(v)* reglerar vilka avtalsbrott som kan få en sådan rättseffekt.

Innan 2002 *ISDA Master Agreement* blivit publicerad var det oklart om *Section 5(a)(v)* inkluderat övriga transaktioner mellan avtalsparterna som inte omfattas av deras ramavtal. Numera anses det vara klart att även övriga transaktioner, utanför *ISDA Master Agreement*, kan inkluderas och avtalas som *Specified Transactions* i *Schedule* till *ISDA Master Agreement*.¹

Det finns en uppfattning att det kan vara farligt att som *Specified Transactions* specificera sådana transaktioner som regleras av andra avtalstyper, som inte är *ISDA Master Agreement*.² Anledningen till detta ser man i skillnader mellan dokumentationer som dokumenterar olika typer av transaktioner, olika definitioner av liknande begrepp osv. Dessa skillnader kan resultera i att det blir olämpligt att koppla dessa begrepp till varandra.

En annan kommentar ifrågasätter om *Section 5(a)(v)* verkligen passar alla situationer. Det finns nämligen situationer där en eller flera uteblivna delbetalningar under *Specified Transaction* är säkrade genom något slags *credit support* dvs. någon säkerhet. I sådana situationer betalar *Credit Support Provider* i stället för den avtalspart som skulle göra betalningen och inget avtalsbrott uppkommer. Ändå kan detta vara ett tecken på att den avtalspart, vars *credit support provider* betalat den uteblivna delbetalningen, har finansiella problem och att framtida delbetalningar kan komma att ifrågasättas. För att förstärka motpartens ställning, som skulle erhålla delbetalningarna, rekommenderar man en ändring av *Section 5(a)(v)* så att ett minimibelopp på uteblivna delbetalningar avtalas som *Event of Default*. Om en avtalspart inte fullgör delbetalningar som överskrider detta minimibelopp får motparten rätt att häva *ISDA Master Agreement*. Den part som inte fullgjort sina betalningar får i sådana situationer erbjuda ytterligare en *credit support* för att säkra sina framtida delbetalningar.³

4.4.6 Avtalsbrott - Cross Default

Section 5(a)(vi) reglerar att avtalsbrott som heter *Cross – Default* inträffar, alltså när en avtalspart inte fullgör sina förpliktelser enligt vilken transaktion som helst, även i förhållande till tredje personer. Denna förpliktelse eller dessa förpliktelser måste vara specificerade i *Schedule* som *Specified Indebtedness* och avse ett bestämt minimibelopp. *Cross - Default* bestämmelsen tillämpas i situationer där en avtalspart har finansiella svårigheter, något liknande den föregående *Section 5(a)(v) Default under Specified Transaction*. Möjligheten att häva avtalet i den fasen anses vara viktig för motparten i ramavtalet som då kan avsluta samtliga transaktioner innan den part som inte fullgjort sina förpliktelser eventuellt försätts i konkurs.⁴

När avtalsparterna avtalar om *Section 5(a)(vi)* är det viktigt att bestämma om denna bestämmelse skall gälla endast en avtalspart eller båda två. Det är nämligen möjligt att denna

¹ S. K. Henderson, Henderson on Derivatives, s. 653-655.

² S. K. Henderson, Henderson on Derivatives, s. 653.

³ A. C. Gooch, L. B. Klein, s. 65.

⁴ A. C. Gooch, L. B. Klein, s. 66.

bestämmelse skall tillämpas endast i relation till en avtalspart men i de flesta avtal om derivat eller kreditderivat är det möjligt att varje avtalspart blir skyldig att fullgöra betalning. Därför är det vanligare att denna bestämmelse gäller ömsesidigt.¹

Det finns en uppfattning att formuleringen av *Section 5(a)(vi)* delvis är oklar när det gäller minimibeloppet och summan av förfallna betalningar och de betalningar som kan förklaras som förfallna. Detta kan förklaras med ett exempel där minimibeloppet är bestämt till t.ex. 10 MUSD och det sammanlagda belopp som skall betalas enligt avtalet är 20 MUSD. Om en avtalspart är i dröjsmål med en delbetalning om 5 MUSD och motparten har rätt att accelerera hela avtalsbeloppet, men inte gjort det, då blir frågan hur minimibeloppet skall räknas i detta fall. Skall den uteblivna betalningen räknas som 5 MUSD eller som 20 MUSD? Svaret på denna fråga är oklart och det är osäkert om *Event of Default* enligt *Section 5(a)(vi)* inträffat eller inte.²

4.4.7 Konkurs

Section 5(a)(vii) reglerar i nio punkter situationer när avtalsparter *Entity* skall anses vara i konkurs. Dessa situationer är i vissa fall kopplade till vissa konkursförfaranden och i vissa fall blir insolvens likställd med en konkurssituation. Konkurstituationer uppstår enligt *Section 5(a)(vii)* när en av avtalsparterna:

- (1) blir upplöst (men inte genom sammanslagning, fusion eller samgående);
- (2) blir insolvent eller inte kan betala sina skulder eller misslyckas eller erkänner skriftligen sin oförmåga att betala sina förfallna skulder;
- (3) gör en uppgörelse i form av *general assignment*, *arrangement* eller *composition* med sina kreditorer eller till deras förmån;
- (4) när (A) ett förfarande startas eller har startats mot en av avtalsparterna, deras *Credit Support Provider* eller *Specified Entity* av en myndighet, tillsynsman, eller en annan ämbetsman vars syfte är ett domstolsbeslut om insolvens eller konkurs eller en annan liknande lösning, eller när (B) samma förfarande startas eller har startats men av en annan person eller enhet som inte omfattas av (A) och detta förfarande (I) resulterar i ett domstolsbeslut om konkurs eller likvidation eller ett annat beslut som skyddar denna part från konkurs eller likvidation, eller (II) inte avskrivits, avvisats, blivit uppskjutet p.g.a. uppskov eller blivit förbjudet inom 15 dagar från inlämnandet;
- (5) ett beslut om konkurs, *official management* eller likvidation har fattats (men inte genom sammanslagning, fusion eller samgående);
- (6) om en av avtalsparterna, deras *Credit Support Provider* eller *Specified Entity* ansöker, eller blir föremål för en ansökan om att en administratör, *provisional liquidator*, *conservator*, *receiver*, *trustee*, *custodian* eller en liknande offentlig ämbetsman utses för samtliga eller en väsentlig del av deras tillgångar;
- (7) om en part som har säkerhet tagit i besittning samtliga eller en väsentlig del av deras tillgångar eller om förfarande om utmätning, kvarstad, beslag eller annan åtgärd startats eller verkställs mot samtliga eller en väsentlig del av deras tillgångar, och en sådan besittning eller ett sådant förfarande inte avskrivits, avvisats, blivit uppskjutet p.g.a. uppskov eller blivit förbjuden inom 30 dagar därefter;
- (8) orsakar eller blir föremål för en händelse som enligt tillämplig lagstiftning i någon annan jurisdiktion har en analog effekt till effekter som är specificerade i p. (1) till och med (7);

¹ A. C. Gooch, L. B. Klein, s. 67.

² S. James, s. 237.

(9) agerar i fortsättning av, eller samtycker till, eller beviljar, eller accepterar genom passivitet någon av föregående händelser.

Denna uppräkningslista är inte en översättning av den engelska texten i *Section 5(a)(vii)* eftersom en översättning av alla dessa juridiska begrepp inte är möjlig. Uppräkningslistan illustrerar *ISDA's* försök att formulera denna bestämmelse och på så sätt inkludera alla möjliga insolvensförfaranden i alla tänkbara jurisdiktioner. Även om *ISDA* har försökt inkludera andra lagstiftningar och jurisdiktioner genom p. (8) så rekommenderar *ISDA* en modifiering av texten i *Section 5(a)(vii)* om avtalsparterna anser att detta är nödvändigt.¹

Det finns en uppfattning att formuleringen i *Section 5(a)(vii)* är tillräckligt bred för att inkludera samtliga insolvens- och konkursförfaranden i förhållande till varje tänkbar avtalspart. Ändå rekommenderar man att avtalsparter som kommer från "*emerging markets or exotic countries*" borde kontrollera denna bestämmelse i samband med deras respektive lagstiftningar.²

4.4.8 Avtalsbrott – sammanslagning utan övertagande av förpliktelser

Section 5(a)(viii) föreskriver *Event of Default* i samband med situationer när en avtalspart slås samman med ett annat bolag eller överlåter samtliga eller en väsentlig del av sina tillgångar till ett annat bolag. En *Event of Default* föreligger om en sådan sammanslagning eller överlåtelse resulterat i att det andra bolaget eller enheten till vilken tillgångar överlåtits inte tar över förpliktelser från en sådan avtalspart.

Det finns en uppfattning att sannolikheten för att *Merger Without Assumption* skall inträffa är ganska liten. Detta därför att de flesta lagstiftningar reglerar sådana situationer på så sätt att en enhet tar över skulder hos en annan enhet som upphör genom sådana statusändringar. Dessutom anser man att finansiella avtal alltid är skrivna på så sätt att en liknande klausul blir inkluderad i avtalen och att sådana situationer regleras på så sätt att en borgenär alltid har en säkerhet i form av garanti eller liknande i fall när den ursprungliga gäldenären upphör.³

4.4.9 Slutsats – bestämmelser om avtalsbrott i *ISDA Master Agreement*

Det har inledningsvis förklarats att *ISDA Master Agreement* har lånat en hel del av sitt innehåll från internationella låneavtal. Nästan samtliga avtalsbestämmelser som beskrivits ovan hittar man i dokumentationen för internationella låneavtal.⁴ Detta faktum blir uppenbart när man läser bestämmelserna om avtalsbrott som har ett enda syfte, att upptäcka tidiga tecken på motpartens dvs. låntagarens finansiella svaghet och avsluta avtalet innan motparten går i konkurs. Denna logik är naturlig för en långgivare som skall försöka accelerera sitt lån med hjälp av de ovan nämnda bestämmelserna med avsikt att eventuellt få betalt före andra borgenärer. Det är alltså en långivarlogik som dominerar i avtalsbrottsbestämmelser i *ISDA Master Agreement*.

Hur förhåller sig dessa bestämmelser till kreditderivatavtal? Det första intrycket är att de ovan nämnda bestämmelserna verkar vara avlägsna från kreditderivatets grundläggande idé. Frågan är varför en skyddssäljare skulle vara så intresserad av motpartens finansiella ställning att han

¹ User's Guide to the 1992 *ISDA Master Agreement*, s. 18.

² P. C. Harding, s. 65.

³ S. K. Henderson, *Henderson on Derivatives*, s. 661.

⁴ P.H. Wood, *International Loans, Bonds and Securities Redgulation*, London, 1995, s. 28-54.

vill häva avtalet i varje situation som regleras ovan. Det finns egentligen ingen viktig anledning till detta eftersom en skyddssäljare endast erhåller premien från skyddsköparen. Om skyddsköparen inte betalar premien kan skyddssäljaren häva avtalet och då räcker det med det första avtalsbrott som nämnts ovan som grund för hävning. Detta avtalsbrott kallas i ramavtalet för *Failure to Pay*. Premien är visserligen en inkomst för skyddssäljaren men i gengäld för denna inkomst har skyddssäljaren skyldighet att utbetala det avtalade beloppet i fall av inträffande av *Credit Events* vilket kan bli en stor börda. Detta är anledningen till att skyddssäljaren inte är intresserad av skyddsköparens finansiella ställning eller tidiga tecken på skyddsköparens försvagade finansiella situation. Däremot är skyddssäljaren mycket mer intresserad av den underliggande enhetens finansiella ställning eftersom en försämrad finansiell ställning innebär risk för utbetalning av avtalsbeloppet till skyddsköparen. Om den underliggande enheten visar finansiella svagheter kan denna händelse i form av en definierad *Credit Event* kosta skyddssäljaren mycket mer än en utebliven premie från skyddsköparen. Om en *Credit Event* redan inträffat och skyddsköparen krävt uppgörelse spelar det inte någon roll för skyddssäljaren om skyddsköparen därefter går i konkurs. Skyddssäljaren måste betala ändå. Om skyddsköparen går i konkurs innan en *Credit Event* inträffar och inte betalar premien till skyddssäljaren kan skyddssäljaren häva avtalet på grund av den uteblivna premien. Skyddssäljaren behöver inte ytterligare en avtalshävninggrund i form av konkurs.

Vilken användning har skyddsköparen av de bestämmelser som reglerar avtalshävning? Blir skyddsköparen påverkad av skyddssäljarens försvagade finansiella ställning? Det finns en tidpunkt när skyddsköparen kan bli hårt drabbad av skyddssäljarens konkurs. En sådan situation kan förekomma efter att en *Credit Event* inträffat och skyddsköparen krävt uppgörelse eller haft för avsikt att kräva uppgörelse men skyddssäljaren gick i konkurs innan uppgörelsen blivit fullbordad. Denna situation skulle innebära en förlust för skyddsköparen. Men på vilket sätt skulle skyddsköparens avtalshävning, som grundas på bestämmelser om avtalsbrott i *ISDA Master Agreement*, hjälpa skyddsköparen i denna situation? Svaret är att *ISDA Master Agreement* inte ändrar något i denna situation eftersom skyddsköparen förlorar både i fall när han häver och i fall när han inte häver avtalet på grund av skyddssäljarens konkurs. I båda fallen måste skyddsköparen rikta sina krav och fordringar till skyddssäljarens konkursbo och där brukar det inte finnas så mycket att hämta.

I övrigt skulle skyddssäljarens försvagade finansiella ställning kunna vara en anledning för skyddsköparen att häva kreditderivatavtalet. I situationer där någon *Credit Event* inte inträffat skulle denna avtalshävning inte innebära någon större skada för skyddsköparen. En ersättningstransaktion med en annan skyddssäljare skulle kanske kosta mer i premie men denna skillnad skulle skyddsköparen kunna kräva från skyddssäljaren enligt *ISDA Master Agreement*. Från skyddsköparens perspektiv har alltså grunderna för avtalshävning p.g.a. avtalsbrott som regleras i *ISDA Master Agreement* en större, men inte avgörande, betydelse.

Avslutningsvis kan man konstatera att bestämmelserna som reglerar avtalsbrott i *ISDA Master Agreement* är tillämpliga på kreditderivatavtal men de flesta har inte någon viktig funktion för denna avtalstyp. Därför är det inte så konstigt att avtalsparter som ingår endast en eller ett par kreditderivatransaktioner inte ingår ramavtalet först enligt *ISDAs* rekommendation.

4.5 Övriga grunder för avtalshävning

Section 5(b) föreskriver vissa händelser som utgör grunder för avtalshävning men inte i form av avtalsbrott. Dessa händelser, som kallas för *Termination Events*, anses vara utanför parternas kontroll och de kan resultera i att avtalet upphör. När en av dessa händelser inträffar

ger detta avtalsparterna rätt att häva avtalet. Dessa händelser skiljer sig alltså som från avtalsbrott som i *ISDA Master Agreement* kallas för *Events of Default* som analyserats i föregående avdelningar.

Nedan analyseras händelser som utgör *Termination Events*.

4.5.1 Olaglighet som grund för avtalshävning

Section 5(b)(i) föreskriver att *Illegality* som en *Termination Event* inträffar genom att det blir olagligt att genomföra en transaktion enligt en tillämplig lag, efter att avtalsparterna ingått transaktionen i fråga. I alla fall får denna omständighet, som varit anledning till att det blir olagligt att genomföra en transaktion, inte vara ett resultat av partens agerande eller avtalsbrott. Olaglighet som hindrar en part att fullgöra sin förpliktelse kan också avse en framtida fullgörelse.

Illegality eller olaglighet som en anledning till avtalshävning dvs. *Termination Event* uppstår i samband med en "tillämplig lagstiftning" efter att avtalsparterna ingått avtalet. En olaglighet som existerat vid tiden när avtalet ingåtts utgör alltså inte *Illegality* enligt *ISDA Master Agreement*.¹ Det är svårt att förutse vilken lagstiftning avtalsparterna kan avtala om men en olaglighet kan inte endast uppstå genom en lag som avtalsparterna väljer i avtalet utan genom en annan tillämplig lag som en avtalspart måste tillämpa i sin verksamhet. Det kan t.ex. vara en lagstiftning som reglerar betalningar till utlandet som ofta innehåller olika valutarestriktioner. I samband med sådana restriktioner blir betalningar till utlandet ogiltiga, förbjudna eller kontrollerade av en centralbank eller en annan myndighet. Det är möjligt att relationerna mellan två stater blir så dåliga att det resulterar i en lagstiftning som förbjuder betalningar till den andra staten eller liknande restriktioner. *Section 5(b)(i)* avser även sådana situationer där Falklandskriget mellan Storbritannien och Argentina utgör ett exempel.²

4.5.2 Omöjlighet som grund för avtalshävning

Section 5(b)(ii) är egentligen en *Force Majeure* klausul som reglerar situationer när det blir omöjligt att fullgöra en betalning eller överlåtelse avseende en transaktion eller att agera i enlighet med en väsentlig bestämmelse i avtalet. Omöjligheten som avses i denna bestämmelse kan vara ett resultat av händelser som endast betecknas som *force majeure or act of state*, utan att dessa begrepp definieras eller närmare förklaras i *ISDA Master Agreement*. Omöjligheten att fullgöra en förpliktelse definieras i denna bestämmelse som *prevention, impossibility* och *impracticability*. Denna bestämmelse är ny i 2002 *ISDA Master Agreement* eftersom den inte fanns i versionen från 1992.

Innebörden av begreppet omöjlighet, som i *Section 5(b)(ii)* kompletterats med begreppen opraktiskhet och förhinder, har kommenterats i litteraturen.³ Denna analys utgick från det faktum att det sällan blir helt omöjligt att fullgöra en förpliktelse och att en avtalspart ofta kan fullgöra den, men till mycket större kostnader och ansträngningar än denna part räknat med vid avtalsingåendet. Dessutom är det möjligt att en omöjlighet endast är tillfällig och att det kanske blir möjligt att fullgöra en förpliktelse efter en tidsperiod. Lösningen för sådana situationer ser man i förhandlingar mellan avtalsparterna som skulle undersöka vissa alternativa fullgörelser av förpliktelsen i fråga. Vid sådana förhandlingar kan man inte

¹ S. K. Henderson, *Henderson on Derivatives*, s. 643.

² A. C. Gooch, L. B. Klein, s. 71.

³ S. K. Henderson, *Henderson on Derivatives*, s. 645-646

förvänta sig orealistiska alternativa lösningar och orimliga kostnader för en avtalspart. Vid tillfälliga omständigheter som orsakar omöjlighet skulle avtalsparterna förhandla om tilläggsperioder för fullgörande av en förpliktelse vilket är en lösning av en sådan situation.¹

När det gäller engelsk rätt är det viktigt att nämna ett argument som varit anledning till att *Force Majeure* klausulen inte varit inkluderad i *1992 ISDA Master Agreement*. Engelsk rätt innehåller nämligen regler som ger skydd för avtalsparter i sådana situationer som kallas för *Force Majeure*. Dessa regler kallas för *doctrine of impossibility* eller *doctrine of frustration*² och de analyseras inte i denna avhandling.

4.5.3 Skattehändelse som grund för avtalshävning

Section 5(b)(iii) föreskriver att i fall när en skattemyndighet eller en domstol inleder en process efter att en transaktion ingåtts och denna process resulterar i att en avtalspart krävs på en ytterligare betalning av skatt utgör detta en anledning till avtalshävning dvs. *Termination Event*. Det kan också handla om en situation när en avtalspart skall erhålla ett bestämt belopp enligt avtalet och denna avtalspart erhåller ett mindre belopp på grund av ett sådant avdrag. Denna avtalspart kallas för *Affected Party*. Processen som beskrivs i *Section 5(b)(iii)* kan riktas mot en avtalspart men det kan också vara vilken process som som helst resulterar i att samma krav ställs mot avtalsparterna i *ISDA Master Agreement*. Samma *Termination Event* inträffar vid en ändring i skattelagstiftningen som resulterar i samma krav eller minskning av det erhållna beloppet, eller om det finns en stor sannolikhet att denna lagändring resulterar i dessa påföljder.

Orsakerna till denna *Termination Event* uppkommer genom lagändringar eller ändringar i rättspraxis vilket innebär att avtalsparterna inte råder över sådana händelser. Sådana händelser utgör inte avtalsbrott men är ändå av stor betydelse för avtalsparterna. Därför ger bestämmelsen i *Section 5(b)(iii)* den part som drabbats eller kommer att drabbas av skattebetalningar rätt att åberopa denna händelse som grund för avtalshävning.

4.5.4 Skattehändelse i samband med sammanslagning som grund för avtalshävning

Section 5(b)(iv) föreskriver att i fall när en avtalspart som i detta fall kallas för *Burdened Party* krävs på en ytterligare betalning av skatt eller erhåller ett mindre belopp än det som den skulle erhålla, så utgör detta en *Termination Event*. Skillnaden mellan den ovan beskrivna *Section 5(b)(iii) Tax Event* och *Section 5(b)(iv) Tax Event Upon Merger* är anledning till ändringar i skattebetalningar. I fall av *Tax Event Upon Merger* orsakas denna ändring av att ett bolag slås samman med ett annat bolag eller till ett annat bolag överlåter samtliga eller en väsentlig del av sina tillgångar eller en väsentlig del tillgångar som omfattar dess verksamhet.

Tax Event Upon Merger sker på så sätt att en avtalspart som är ett bolag slås samman med ett annat bolag vilket resulterar i att det nya bolaget krävs att dra av eller hålla inne skatt vid betalning till motparten. Hade en sådan sammanslagning inte skett skulle den avtalsparten inte blivit krävd att dra av eller hålla inne skatt vid utbetalningen till motparten. Det kan också hända att en sådan sammanslagning resulterar i att en avtalspart skulle erhålla mindre betalning än om sammanslagningen inte skett just på grund av tillämpning av regler om avdrag för skatt. Motparten som erhåller en mindre betalning kallas då för *Burdened Party* och endast denna avtalspart har rätt att göra gällande *Termination Event* i denna situation.

¹ S. K. Henderson, Henderson on Derivatives, s. 645-646.

² User's Guide to the 1992 ISDA Master Agreements, s. 64.

Endast den transaktion som drabbas av skatteavdrag och kallas för *Affected Transaction* kan hävas genom *termination*.

4.5.5 Kredithändelse i samband med sammanslagning som grund för avtalshävning

Section 5(b)(v) reglerar en situation när en avtalspart slås samman med ett annat bolag eller överlåter samtliga eller en väsentlig del av sina tillgångar till ett annat bolag och det nya bolaget har lägre kreditvärdighet än den ursprungliga avtalsparten så att detta utgör *Termination Event*, alltså en anledning till avtalshävning. *Termination Event* som regleras i denna bestämmelse skall tillämpas endast om denna situation inte utgör en *Event of Default* som regleras i *Section 5(a)(viii) Merger Without Assumption*.

Denna bestämmelse tillämpas endast om detta stipuleras i *Schedule Part 1(d) Termination Events*. Tanken bakom denna bestämmelse är att en avtalspart vanligtvis bedömer motpartens kreditvärdighet innan de ingår avtalet. Om dessa uppgifter om kreditvärdighet tillfredsställer en avtalspart ingår den parten avtalet. När en avtalspart slås samman med ett annat bolag eller överlåter alla eller en väsentlig del av sina tillgångar till ett annat bolag, har inte motparten någon möjlighet att påverka dessa ändringar. En avtalspart har i de flesta fall ingen möjlighet att hindra eller ingripa i en sammanslagning av sin motpart och en annan enhet. Eftersom effekten av en sammanslagning eller en överlåtelse av tillgångar till ett annat bolag kan resultera i en försämrad kreditvärdighet hos en avtalspart ger *Section 5(b)(iv)* den första avtalsparten möjlighet att häva avtalet.

Ett problem som kan uppstå i samband med tolkning av *Section 5(b)(v)* är formuleringen ”*materially weaker*” som beskriver den finansiella ställningen av den nya motparten som uppkommit som ett resultat av sammanslagningen eller en annan statusändring. Denna sämre finansiella ställning måste alltså komma i tiden omedelbart efter sammanslagningen. Olika avtalsparter kan ha olika uppfattningar om vad som är *materially weaker*. Som en lösning används ofta i praxis *credit rating*. Avtalsparter stipulerar ofta i *Schedule* att ifall en avtalspart blir nedgraderad under en viss grad så utgör detta en *materially weaker* finansiell ställning enligt *Section 5(b)(iv)*.

I vissa fall tillämpar avtalsparterna andra metoder. En av dem kan vara att en avtalspart, som gått igenom sammanslagning eller liknande, får en tidsfrist på sig för att visa att den kan fullgöra sina förpliktelser enligt avtalet. En annan metod kan vara att denna part får en tidsfrist att skaffa sig en *Credit Support Provider* eller om det redan finns en sådan, att skaffa sig ytterligare en. Först om parten misslyckas med att uppfylla dessa villkor under fastställda tidsfrister, har motparten rätt att återropa *Termination Event*. Vissa avtalsparter avtalar i *Schedule* att de får rätt att återropa *Termination Event* om deras affärsprinciper inte tillåter ingående i transaktioner med sådana motparter som uppkommer som ett resultat av sammanslagningar eller överlåtelser av tillgångar. En typisk ändring av denna bestämmelse sker ofta när en avtalspart har sitt moderbolag som *Credit Support Provider*. I sådana situationer brukar avtalsparter, genom *Schedule Part 5 Other Provisions*, avtala om att en sammanslagning mellan en avtalspart som är ett dotterbolag och *Credit Support Provider* som är då ett moderbolag, inte omfattas av bestämmelsen i *Section 5(b)(v)*.¹

¹ A. C. Gooch, L. B. Klein, s. 75.

4.5.6 Ytterligare grunder för avtalshävning

Section 5(b)(vi) föreskriver att ytterligare *Termination Events* kan inkluderas i *ISDA Master Agreement*. Detta kan avtalsparterna göra genom *Schedule Part 1* eller *Confirmation*. Genom denna avtalsbestämmelse kan avtalsparterna bestämma vem som blir *Affected Party* eller *Parties* av en sådan *Additional Termination Event*.

Exempel på *Additional Termination Event* kan vara t.ex. nedgradering av partens kreditvärdighet, nedgradering av partens långsiktiga obligationslån under ett bestämt värde eller situationen att parten, eller värdet på dennes värdepapper, stryks från listor av *credit rating agencies*.¹

4.6 Slutsats – bestämmelser om övriga grunder för avtalshävning

Det framgår från analysen ovan att de övriga grunderna för avtalshävning som beskrivits ovan reglerar situationer som hör till allmän avtalsrätt. Detta gäller särskilt omöjlighet att fullgöra avtalsförpliktelse som orsakats av *Force Majeure* och omöjlighet som orsakats av lagändringar. Dessutom är det tillåtet att avtalsparter avtalar om ytterligare grunder för avtalshävning som t.ex. skattehändelser, nedgradering av kreditvärdighet av en part och liknande. Dessa avtalsbestämmelser i *ISDA Master Agreement* avser alltså inte avtal om kreditderivat men det kan vara bra att reglera även dessa frågor i ett avtal och inte lämna dem till en nationell lagstiftning som styr avtalet.

Det som kan vara problem med dessa klausuler är att de använder generella begrepp och uttryck så att avtalsparter inte kan vara säkra angående tolkningen av bestämmelser som innehåller sådana begrepp. Som ett exempel kan man nämna begreppet *Force Majeure* som inte är definierat i *ISDA Master Agreement*. Detta är kanske en bättre lösning eftersom försöken att konkretisera detta begrepp i lagtexten eller avtalstexten, genom att inkludera samtliga händelser som eventuellt kan omfattas av detta begrepp, inte har varit särskild framgångsrika.

¹ P. C. Harding, s. 75.

5. ISDA:s INGRIPANDE I FYSISKA UPPGÖRELSE I VISSA FALL

5.1 Inledning

Tillämpningen av *ISDA Documentation* har nyligen resulterat i en ovanlig företeelse, nämligen *ISDA*s ingripande i fysiska uppgörelser i vissa situationer där avtalsparter inte kunnat fullgöra sina förpliktelser enligt avtalet. *ISDA* har erbjudit vissa lösningar av sådana situationer och dessa lösningar har accepterats av ett stort antal aktörer på marknaden. Ett sådant ingripande av en tredje part som skapat och tillhandahållit en standardiserad avtalsdokumentation i fasen för fullgörande av avtalsförpliktelser är en ovanlig och intressant företeelse som analyseras nedan.

5.3 Problemställning

Det kan hända att en avtalspart inte kan fullgöra sin avtalsförpliktelse på grund av att denna fullgörande blivit omöjlig. Omöjligheten att fullgöra en avtalsförpliktelse kan ha flera konsekvenser, bl.a. att motparten vägrar fullgöra sin avtalsförpliktelse eftersom den inte får någon motprestationen. Dessa frågor regleras på olika sätt i olika rättssystem och i rättspraxis beroende på vilken lag som styr ett konkret avtal.

Avtal om kreditderivat är stipulerade på så sätt att en skyddsköpare som inte kan överlåta en *Deliverable Obligation* till skyddssäljaren, i fall av fysisk uppgörelse, inte kan kräva utbetalning av skyddssäljaren när en *Credit Event* inträffar. Detta gäller under förutsättning att avtalsparterna inte stipulerat om vissa alternativa lösningar av denna situation som också finns i *2003 ISDA Credit Derivatives Definitions*.¹ Problemet är att dessa alternativa lösningar inte brukar finnas i kreditderivattransaktioner där flera eller ett större antal referensenheter är inkluderade i avtalet. Detta händer i kreditderivattransaktioner som kopplas till ett index av underliggande enheter. Sådana index brukar alltid innehålla ett större antal underliggande enheter. Kreditderivat som kopplas till sådana index är av nyare datum och utgör en ny utveckling och spridning av kreditderivattransaktioner. Denna variant av kreditderivattransaktioner ändrar egentligen inte mycket i avtalsmekanismen utan underlättar för kreditderivatanvändare att ingå kreditderivattransaktioner. Sådana index, som t.ex. Dow Jones CDX och TRACX publiceras dagligen och kreditderivatanvändare kan enkelt kontrollera vad som händer med de underliggande enheter som omfattas av ett index.

En följd av en stor spridning av sådana indexkopplade kreditderivat är att det finns ett större antal skyddsköpare och skyddssäljare som inkluderar samma underliggande enheter i sina avtal. När en *Credit Event* inträffar avseende en sådan underliggande enhet, som alltså omfattas av ett index, måste de skyddsköpare som avtalat om fysiska uppgörelser överlåta *Deliverable Obligations* till sina respektive skyddssäljare. Detta innebär i praktiken att ett

¹ Följande definitioner stipulerar vissa alternativa lösningar av denna situation: "Partial Cash Settlement Due to Impossibility or Illegality", "Partial Cash Settlement of Consent Required Loans" och "Partial Cash Settlement of Assignable Loans".

stort antal skyddsköpare går på marknaden och försöker köpa fordringar på en bestämd underliggande enhet som drabbats av en *Credit Event*. Denna process kan resultera i brist på fordringar på den underliggande enheten i fråga så att många skyddsköpare inte kan köpa någon sådan fordran. Med andra ord kan det hända att handel med kreditderivat kopplade till en underliggande enhet hade överskridit volym av enhetens skuld som senare blev tillgänglig på marknaden. De skyddsköpare som inte lyckas köpa någon fordran på den underliggande enheten i fråga har ingenting att överlåta på sina skyddssäljare och i så fall kan skyddssäljarna vägra fullgöra sina förpliktelser, nämligen utbetalning av det nominella värdet på kreditderivattransaktionen. Detta innebär att skyddsköparnas kreditderivatavtal inte har något värde för dem och att de inte kan åstadkomma den effekt de tänkt sig vid avtalsingåendet.

ISDA har nyligen ingripit i flera sådana situationer och erbjudit lösningar som ett stort antal av de inblandade avtalsparterna har accepterat. Med hänsyn till att *ISDA* inte varit avtalspart i dessa avtal och att den agerat på sitt eget initiativ utgör detta en intressant företeelse ur avtalsrättslig synpunkt som förtjänar en närmare analys.

5.3 Enstaka lösningar genom *ISDA*s protokoll

De fem gemensamma lösningar som *ISDA* gjort under den andra delen av 2005 och i början av 2006 var egentligen ett erbjudande till samtliga avtalsparter som haft vissa bestämda underliggande enheter inkluderade i sina avtal. *ISDA*s lösningar gällde försättande i konkurs av fem stora bolag från USA som figurerade som underliggande enheter i ett stort antal kreditderivat.¹ Dessa bolag hade i någon period varit inkluderade i olika kreditderivatindex vilket resulterade i en stor omsättning av sådana transaktioner. När bolagen försattes i konkurs försökte de skyddsköpare som haft ett av dessa bolag som underliggande enheter köpa deras skulder på marknaden för att överlåta dessa fordringar till sina skyddssäljare. Problemen uppstod när ett stort antal skyddsköpare misslyckades med detta eftersom det inte fanns några skulder att köpa på den tiden. Det blev ett stort hinder för dessa skyddsköpare och deras kreditderivatavtal verkade vara värdelösa.

ISDA erbjöd en lösning i form av ändring av dessa avtal genom fastställandet av ett gemensamt pris på skulder av dessa underliggande enheter och genomförande av en kontant uppgörelse. Det var *ISDA* som fastställde priser på skulderna i en öppen och transparent auktion. Det fastställda priset, i form av en procent, drogs av de nominella belopp som skyddssäljarna var skyldiga att betala till skyddsköparna. Skillnaden mellan dessa två belopp blev alltså skyddssäljarnas utbetalning. *ISDA* upprepade samma procedur i samtliga fem konkursförfaranden och ett stort antal avtalsparter vilkas kreditderivatavtal påverkades av dessa händelser accepterade dessa lösningar. De avtalsparter som accepterade *ISDA*s lösning anslöt sig till s.k. protokoll genom skriftliga uttalanden. Anslutningen till dessa protokoll var öppen för alla aktörer som var villiga att acceptera denna lösning oavsett om de varit *ISDA*s medlemmar eller inte.

ISDA håller för närvarande på att utarbeta ett supplement till 2003 *ISDA Credit Derivatives Definitions* som skall innehålla bestämmelser som reglerar sådana situationer i framtiden på ett generellt sätt. På detta sätt skall *ISDA* undvika ingripande i enstaka situationer där skyddsköpare inte kan köpa skulder av underliggande enheter på marknaden.

¹ Collins & Aikman Products (2005), Delta Air Lines och Northwest Airlines (2005), Delphi Corp.(2005), Calpine Corp.(2006) och Dana Corp.(2006).

En lösning som består i att två avtalsparter ändrar en avtalsbestämmelse om uppgörelsemetod i ett kreditderivatavtal är ingen viktig företeelse för en teoretisk analys. Det som är intressant för en analys är *ISDAs* inställning när det gäller tillämpning och utveckling av *ISDAs* standardiserade dokumentation samt parternas inställning till *ISDAs* ingripande i de fall som nämnts ovan. Dessa aspekter av *ISDAs* ingripande diskuteras nedan.

5.4 *ISDAs* förhållande till tillämpning och utveckling av *ISDA Documentation*

Det har tidigare konstaterats i denna avhandling att *ISDA Documentation* är ett standardiserat avtal under utveckling. Men utvecklingen av dokumentationen har inte varit särskilt kraftig sedan 1999 när de första definitionerna publicerades. Definitionerna från 2003 omfattade i själva verket några mindre modifikationer av definitionerna som gjorts för att inkludera vissa ovanliga former av de företeelser som redan funnits definierade i dokumentationen. Dessutom delades definitionen av *Restructuring* i flera definitioner av marknadsmässiga skäl vilket redan analyserats i denna avhandling.

Utvecklingen av index har bidragit till spridning av kreditderivat på så sätt att nuförtiden fler aktörer kan träda in på denna marknad både i egenskap av skyddssäljare och av skyddsköpare. Dessa aktörer äger uppenbarligen inga fordringar på de underliggande enheter som omfattas av index utan de spekulerar eller investerar i dessa affärer. Eftersom det finns ett större antal underliggande enheter inkluderade i ett index, vanligtvis mellan 10 -130, är sannolikheten att samtliga underliggande enheter drabbas av *Credit Events* liten, vilket utgör en tillfredsställande riskspridning. Denna utveckling har sina nackdelar i form av brist på skulder hos enstaka underliggande enheter på marknaden när dessa skulder behövs för fysiska uppgörelser. I själva verket är denna situation inte oreglerad i Definitionerna och det finns lösningar för den men dessa lösningar kräver vissa förhandlingar vid avtalsingåendet. Vid sådana förhandlingar bör man analysera varje enstaka referensenhet som omfattas av ett index vilket är tidskrävande. Många avtalsparter som använder sig av index vid ingående av kreditderivattransaktioner söker enkla och snabba transaktioner med användning av standardiserad dokumentation. Men även den situationen, där det inte finns alternativa lösningar, är klar. En skyddsköpare som inte kan överlåta fordran på en underliggande enhet till sin skyddssäljare kommer förmodligen att bli nekad motprestation av skyddssäljaren. Om skyddssäljaren är villig att förhandla om det kan dessa två parter eventuellt hitta en annan lösning med ändring av deras avtal. Detta sker alltså mellan två avtalsparter som är bundna av avtalet. Varför skulle då någon tredje person, som t.ex. *ISDA*, ingripa mellan dessa två parter och försöka medla mellan dem?

Ett logiskt svar på denna fråga är att de svårigheter som beskrivits ovan drabbat ett större antal aktörer och att *ISDA* blev intresserad att bidra till att lösa dessa situationer och visa att *ISDA Documentation* fungerar i praktisk tillämpning. Å andra sidan är det ovanligt att en organisation som skapat en standardiserad dokumentation blandar sig i avtalsförhållandet mellan avtalsparter som använder den standardiserade dokumentationen för sina transaktioner. Det finns inga bestämmelser i *ISDA Documentation* som stipulerar någon medling eller ett liknande ingripande från *ISDAs* sida och denna inblandning kan ses som en intressant företeelse ur avtalsrättslig synpunkt.

Det som *ISDA* har gjort kan beskrivas som ett aktivt agerande som inte är typisk inom standardavtalsrätt. Analyserar man de övriga organisationerna som skapat en standardiserad avtalsdokumentation, både på internationell och på nationell nivå, kan man inte notera ett liknande agerande. En standardiserad dokumentation brukar innehålla bestämmelser om

lagval och domsrätt och i fall när parterna inte kan enas om vissa frågor har var och en av dem möjlighet att stämma motparten i domstol eller påbörja ett skiljeförfarande, beroende på vad som stipulerats i avtalet. I sådana standardiserade avtal brukar det inte finnas bestämmelser om tredje personer som skulle ingripa mellan avtalsparter och erbjuda dem lösningar för avtalsändringar i vissa situationer. *ISDA Documentation* skiljer sig inte i detta hänseende från de övriga standardavtalen.

ISDAs agerande kan uppfattas på olika sätt. Det kan uppfattas så att *ISDA Documentation* visat en svaghet och att *ISDA* blev intresserad att ingripa med syfte att undvika eventuella negativa kommentarer om dokumentationen. Dokumentationens svaghet skulle i så fall bestå i negativa konsekvenser som drabbat hundratals skyddsköpare i kreditderivattransaktioner baserade på indexbestämda underliggande enheter. Även om det är möjligt att argumentera att dessa skyddsköpare borde skylla sig själva för bristande analys av dokumentationen vid avtalsingåendet, skulle en sådan strikt och konsekvent tillämpning av avtalsbestämmelser framstå som orättvis. Eftersom det handlade om ett stort antal kreditderivatanvändare¹ skulle ett sådant orättvist resultat av dokumentations tillämpning kunna rubba aktörernas förtroende för *ISDA Documentation* vilket *ISDA* säkert ville undvika. Ett annat sätt att se på denna situation är att *ISDA Documentation* var alltför komplicerad för tillämpning på transaktioner baserade på indexbestämda underliggande enheter. Denna kommentar är inte heller önskvärd för en dokumentation vars utformning kostat mycket pengar och tid och blivit dominerande innan index med underliggande enheter infördes.

Situationen kan uppfattas även på så sätt att *ISDA* inte kunnat förutse en sådan utveckling av kreditderivattransaktioner och inte anpassat dokumentationen till kreditderivat som kopplas till index. Som sagts ovan kan man argumentera mot detta resonemang med hänvisning till de ovan nämnda existerande definitionerna som delvis reglerar sådana situationer. Ändå handlar det om en utveckling som var svår att förutse och agera förebyggande genom en omedelbar ändring av dokumentationen. Kreditderivatavtal var tänkta som privatförhandlade avtal där avtalsparter förmodligen haft någon kännedom om de underliggande enheter som de inkluderat i sina avtal. Med denna kännedom skulle parterna kunna bedöma vilken uppgörelsemetod som passar dem bäst och vilka svårigheter skulle kunna uppstå i samband med en fysisk uppgörelse och en underliggande enhet. Numera, när parterna inkluderar index med t.ex. ett hundra underliggande enheter i sina kreditderivattransaktioner är det klart att de inte har tillräckliga kunskaper om samtliga dessa enheter och om konsekvenserna av uppgörelsemetoder som stipuleras. Detta kräver alltså en ändring av dokumentationen och ett ingripande från *ISDAs* sida verkar vara logiskt.

5.5 Parternas agerande i samband med *ISDAs* protokoll

Det framgår från beskrivningen ovan att det var *ISDA* som tog initiativ till och erbjöd lösningar till olika avtalsparter i samband med överlåtelse av fordringar på de underliggande enheter som nämnts ovan. Det verkar vara så att *ISDA* haft huvudrollen i denna process men det är också viktigt att inse att det var avtalsparterna som använt sig av *ISDA Documentation* som egentligen accepterade sådana lösningar och ändrade sina avtal. Bland dessa avtalsparter fanns det ett stort antal skyddssäljare som hade möjlighet att vägra *ISDAs* lösningar och troligtvis vinna på det. Dessa avtalsparter befann sig i ett mycket bättre läge än deras motparter vilka var de skyddsköpare som inte kunnat överlåta *Delivarable Obligations*. I

¹ Det handlar om omkring ett tusen avtalsparter som anslutit sig till de fem olika protokoll som *ISDA* skapat för att åtgärda svårigheter som uppstod i samband med de fem konkurser som nämnts ovan.

denna situation kunde dessa skyddssäljare vägra acceptera en kontant uppgörelse men det har inte hänt i ett stort antal kreditderivattransaktioner som drabbats av sådana svårigheter.

Även denna situation kan uppfattas på olika sätt. Det är möjligt att samma aktörer varit inblandade i olika transaktioner både i egenskap av skyddsköpare och av skyddssäljare vilket inte är ovanligt i kreditderivattransaktioner. En sådan avtalspart kan vara intresserad att inte förlora i de transaktioner där den agerat i egenskap av skyddsköpare och därför är villig att acceptera vissa förluster i de transaktioner där den agerat i egenskap av skyddssäljare. Det är också möjligt att dessa avtalsparter var motiverade att inte förlora sitt goda rykte eftersom dessa aktörer är de kända stora globaliserade bankerna och finansiella institutioner. Sådana aktörer har mer att förlora om rykten om att de är opålitliga avtalsparter sprids än att utbetala vissa belopp i samband med vissa underliggande enheter och *Credit Events*. Detta med hänsyn till att dessa skyddssäljare skulle ha varit betalningsskyldiga om inte sådana svårigheter som beskrivits ovan uppstått.

Det är också möjligt att sådana aktörer alltid varit medvetna om risken att de eller deras motparter inte kan köpa skulder av vissa underliggande enheter på marknaden trots att de avtalat om fysisk uppgörelse i sina avtal. En sådan risk är inte okänd och det finns bestämmelser i Definitionerna som reglerar sådana situationer. Om avtalsparter är medvetna om en sådan risk vid avtalsingåendet är de förmodligen villiga att lösa sådana situationer genom överenskommelser med sina motparter. Det är också viktigt att påminna att marknaden för kreditderivattransaktioner är relativt begränsad när det gäller antalet aktörer som agerar på denna marknad. Sådana aktörer har insyn i situationen på marknaden och möjlighet att förstå motpartens svårigheter i vissa situationer.

Parternas agerande som beskrivits ovan och *ISDA*s engagemang i denna fråga visar att vissa brister i avtalsdokumentationen inte nödvändigtvis resulterar i tvist eller förlust för en avtalspart om motparten är villig att hitta en annan lösning. Detta bekräftar det som praktiserande jurister brukar säga, nämligen att det bäst författade avtalet är ett avtal som avtalsparter vill verkställa. I de fall som beskrivits ovan har avtalsparter accepterat ändringar av sina avtal som föreslagits av *ISDA*, alltså av en tredje person, men det avgörande i denna process var parternas vilja att hitta en lösning och komma överens. En stor betydelse i den processen hade det faktum att de accepterade ändringarna var identiska för samtliga inblandade parter i tusentals kreditderivattransaktioner. Dessutom verkar dessa avtalsändringar vara rimliga med hänsyn till parternas rättigheter och skyldigheter och den situation som uppstått i samband med deras fullgörande.

5.6 Några allmänna slutsatser

En viktig fråga som man kan ställa i detta sammanhang är hur lång livslängden på en standardiserad avtalsdokumentation är i dagens globaliserade värld. Denna fråga är särskilt berättigad i finansiell rätt där utvecklingen sker i allt snabbare takt på en globaliserad marknad. På denna marknad finns det inte längre endast avtalsparter och en standardiserad avtalsdokumentation utan det finns även tredje parter som erbjuder olika produkter till parterna som påverkar avtalsingåenden och avtalens innehåll. Dessa tredje parter är för det mesta medieföretag som tillhandahåller information från börser och olika marknader, aktörer som erbjuder olika index, kreditrating av företag, priser och liknande. Konkurrensen på denna marknad är också hård och det kommer nya och allt mer sofistikerade produkter hela tiden. Dessa produkter påverkar finansiella transaktioner eftersom det blir lätt för avtalsparter att förlita sig på sådan information och också enkelt att göra upp i vissa stipulerade situationer.

Utvecklingen på den finansiella marknaden går uppenbarligen snabbare än utvecklingen av en standardiserad avtalsdokumentation. En aktör som skapat en standardiserad avtalsdokumentation för tillämpning på den internationella finansmarknaden kan inte vara säker att dokumentationen är tillämplig på allt nytt som uppfunnits inom kort tid efter att dokumentationen introducerats. Tillämpning av en sådan standardiserad avtalsdokumentation kräver alltså en aktiv bevakning och ingripande i vissa situationer. Allt detta ändrar juristens syn på begreppet standardiserad avtalsdokumentation som inte kan ses som definitiv, särskilt när det gäller finansiell rätt. De existerande standardiserade dokumentationerna kräver en ständig uppdatering och ett aktivt agerande från den aktör som tillhandahållit en sådan dokumentation. Denna utveckling visar att även de mest sofistikerade avtalsparterna ibland inte inser att den existerande dokumentationen inte täcker samtliga situationer där en transaktion ingås på ett nytt sätt.

Detta ger grund för slutsatsen att livslängd på en standardiserad avtalsdokumentation i finansiell rätt inte är särskilt lång och att en sådan dokumentation måste uppdateras inom relativt korta tidsperioder.

SAMMANFATTNING OCH SLUTSATSER

1.1 Inledning

Avtal om kreditderivat, som uppkom i början av 1990-talet, används numera världen runt och anses vara en ny avtalstyp på den internationella finansmarknaden. Parternas syfte med avtal om kreditderivat är att föra över kreditrisker på olika underliggande instrument till motparten utan en obligatorisk överlåtelse av det underliggande instrumentet. Motparterna som tar över riskerna får betalt för det. Avtalen om kreditderivat ger möjlighet för banker, finansiella institutioner, företag och övriga aktörer att mot betalning överföra kreditrisker från sina portföljer och åstadkomma en tillfredsställande riskspridning utan att överlåta sina fordringar eller ingå nya kreditavtal.

Det har redan konstaterats att avtal om kreditderivat inte är reglerade i någon nationell lagstiftning men att avtalstypen berörs av olika delar av existerande lagstiftning och övriga rättsregler. På detta sätt regleras avtal om kreditderivat av olika regler inom avtalsrätt, bankrätt, försäkringsrätt, insolvensrätt, bolagsrätt, bokföringslagstiftning, offentlig rätt och av regler om valutarestriktioner. Avtalen om kreditderivat är skapade för att tillämpas i internationella transaktioner vilket gör att avtalsparter brukar välja mellan engelsk rätt eller delstaten New Yorks rätt att styra avtalet. Även domsrätt för engelska, respektive delstaten New Yorks domstolar avtalas oftast mellan avtalsparter som ingår avtalstypen.

Avtal om kreditderivat uppkom först i praxis men blev snart standardiserat, tillsammans med flera andra avtal om finansiella derivat. Processen gick genom en internationell organisation som bildades med syfte att standardisera och underlätta tillämpningen av derivatavtal. Denna organisation heter *International Swaps and Derivatives Association - ISDA*. ISDAs viktigaste dokument är *ISDA Master Agreement* som är ett standardiserat ramavtal som tillämpas frivilligt av avtalsparter på samtliga derivat- och kreditderivatstransaktioner. ISDA har också utformat olika definitioner och bekräftelser för enstaka transaktioner bl.a. *ISDA Credit Derivatives Definitions* och *Confirmation* för kreditderivatstransaktioner. Dessa tre dokument utgör tillsammans ett avtal om kreditderivat.

Påståendet att avtal om kreditderivat delvis är baserat på engelsk eller delstaten New Yorks rätt är inte helt korrekt. Avtalstypen tillämpas i internationella förhållanden i en globaliserad värld vilket gör att avtalet kommer i kontakt med ett stort antal olika lagstiftningar. Detta är anledningen till att ISDA formulerat vissa avtalsbestämmelser på sådant sätt att de inkluderar samtliga former som en rättslig företeelse får i olika lagstiftningar. Sådana avtalsbestämmelser i *ISDA Documentation* avviker alltså från engelsk eller delstaten New Yorks rätt.

Nedan följer en sammanfattning av de problemställningar och analyser som gjorts i Del I och Del II av denna avhandling, några allmänna slutsatser om vissa kreditderivats egenskaper, en

analys av vidareutvecklingen av denna avtalstyp, samt en slutsats om behovet av att reglera denna avtalstyp.

1.2 Sammanfattning av juridiska problem som behandlats i denna avhandling

I den första delen av denna avhandling har flera problemställningar analyserats och flera slutsatser har dragits utifrån dessa analyser.

– Den första frågan som analyserats i den första delen av denna avhandling är vad ett avtal om kreditderivat egentligen är. Avhandlingen har inledningsvis analyserat de ekonomiska effekterna av kreditderivattransaktioner för att ge en bild av vilka resultat avtalsparterna åstadkommer genom transaktionen och vilka aktörer som sysslar med kreditderivat i sina verksamheter. Parternas rättigheter i den grundläggande typen av kreditderivat, som heter *credit default swap*, har också analyserats. Analysen har visat att kreditderivatets avtalsmekanismer är komplicerade och svåra att förstå, särskilt när det gäller utlösningsmekanismer för betalningsförpliktelser i form av *Credit Events* och uppgörelsemetoder. Även om kreditderivatsomsättningen ökar väldigt snabbt i världen är tillämpningen av denna avtalstyp fortfarande relativt begränsad. De användare som ingår denna avtalstyp är banker, finansiella institutioner och andra aktörer som agerar på den internationella finansmarknaden. De flesta aktörerna har stora ekonomiska resurser och kunskaper om avtalstypen vilket kan vara en anledning till att endast några få rättsfall som behandlat kreditderivattransaktioner rapporterats. Detta kan också vara ett tecken på att avtalet inte har många svaga sidor även om vissa kritiska synpunkter har uttryckts i denna avhandling.

– Den andra frågan som analyserats var frågan om likheter och skillnader mellan kreditderivat och kreditförsäkring. Jämförelsen mellan kreditderivatavtal och försäkringsavtal som gjorts i den första delen av avhandlingen visar att parternas rättigheter och skyldigheter inte är likadana i dessa två avtalstyper. De viktigaste element som kännetecknar försäkringsavtal är ett försäkringsbart intresse som en försäkringstagare måste ha vid avtalsingåendet och ekonomisk förlust på försäkringstagarens sida vid inträffandet av den händelse som utlöser försäkringsgivarens betalningsförpliktelse. Dessa två element kännetecknar försäkringsavtal både i svensk- och engelsk rätt. Avtal om kreditderivat saknar dessa två viktigaste element vilket ger grund för slutsatsen att avtal om kreditderivat och kreditförsäkringsavtal inte utgör samma avtalstyp även om deras syfte, vilket är kreditrisköverföring, är identisk. Kreditderivatavtal möjliggör dessutom en bredare hantering av kreditrisker i form av spekulationer eller i form av uppgörelser och utbetalningar till skyddsköpare som inte lidit någon förlust eller skada.

Analysen av likheterna mellan kreditderivat och kreditförsäkring har ändå visat att, i fall där skyddsköparen ägt det underliggande instrumentet vid avtalsingåendet och under hela avtalstiden, sådana kreditderivatavtal visar stora likheter med kreditförsäkringsavtal. Dessa likheter kan vara anledning till att ett sådant kreditförsäkringsliknande avtal klassificeras som försäkringsavtal vid en domstolsprövning. En sådan klassificering av kreditderivatavtal som försäkringsavtal skulle kunna resultera i en allvarlig konsekvens för den part som agerat i egenskap av skyddssäljare om denna avtalspart inte är ett försäkringsbolag. Dessa konsekvenser kan vara sanktionering av en sådan aktör som inte har tillstånd att driva försäkringsverksamhet. En sådan sanktionering enligt svensk rätt och särskilt enligt svensk rättspraxis bör inte resultera i avtalens ogiltighet.

– Den tredje frågan behandlar likheter och skillnader mellan kreditderivat och borgen. Den jämförelse som gjorts i den första delen av avhandlingen visar att det finns två viktiga skillnader mellan borgen å ena sida och kreditderivat å den andra. Borgen är accessorisk i förhållande till huvudförpliktelsen och dessutom har borgensmannen regressrätt mot gäldenären. Kreditderivatavtal är självständiga i förhållande till huvudförpliktelsen och skyddssäljaren har ingen regressrätt mot den underliggande enheten. I denna analys ingår även analys av borgens och kreditderivatets funktion där det konstaterats att borgen huvudsakligen har en säkerhetsfunktion medan kreditderivatets funktion kan variera. Ett avtal om kreditderivat kan också ha en säkerhetsfunktion men även en spekulativ eller en portföljbalansrande funktion. Dessa två avtalstyper skiljer sig alltså även på denna punkt.

– Den fjärde frågan behandlar likheter och skillnader mellan kreditderivat och självständiga garantier. Den viktigaste likheten mellan dessa två avtalstyper är deras självständighet i förhållande till den underliggande betalningsförpliktelsen. Avtalens självständighet i förhållande till den underliggande betalningsförpliktelsen är emellertid inte identisk och det finns en betydande skillnad mellan dessa avtal avseende beneficentens rätt att ta garantin i anspråk och skyddsköparens rätt att kräva betalning från skyddssäljaren. Beneficentens rätt är ovillkorad medan skyddsköparens rätt är villkorad av publicering av information om inträffande av *Credit Event* i vissa bestämda informationskällor. Förutom denna likhet finns det inte något annat gemensamt mellan självständiga garantier och kreditderivat.

– Den femte frågan har behandlat likheter och skillnader mellan kreditderivat och vadhållning. Den jämförelse som gjorts mellan dessa två avtalstyper visar en osäkerhet avseende frågan om ett kreditderivatavtal kan klassificeras som vadhållning eller spel. Denna osäkerhet drabbar också övriga typer av finansiella avtal och beror på att det saknas rättspraxis på detta område. I ett svenskt rättsfall som behandlat en skatterättslig fråga har ett standardiserat terminsavtal klassificerats som vad trots att terminsavtal är reglerat i lagen. Detta rättsfall visar att rättsprincipen om vad och spel kan få tillämpning på olika rättsområden, som t.ex. skatterätt och att resultatet av denna tillämpningen är svårt att förutse. Slutsatsen är alltså att det finns en risk att kreditderivatavtal drabbas av tillämpning av rättsprincipen att avtal om vad och spel inte kan få rättskydd i domstol. Det gäller även många andra avtalstyper, särskilt finansiella avtal.

– Den sjätte frågan som analyserats i den första delen av avhandlingen avser kreditderivatets muntliga avtalsingående, frågan när avtalet kommer till stånd och frågan om införlivande av standarddokumentationen i sådana muntliga avtal. Analysen har visat att ett muntligt avtal om kreditderivat är bindande och att det kommer till stånd när parterna kommer överens om avtalets huvudvillkor genom telefonsamtal. Dessutom har analysen av muntliga avtalsingåenden visat att kreditderivatransaktioner är väldigt komplexa avtal där det muntliga avtalet bör bekräftas genom ett skriftligt dokument. Detta var anledningen till att *ISDA* författat omfattande skriftliga bekräftelser, inte endast för kreditderivatransaktioner, utan även för andra derivatransaktioner som dokumenteras med *ISDA Documentation*. Även om man alltid måste vara försiktig avseende bevismöjligheterna av muntliga avtalsbestämmelser kan man konstatera att muntliga transaktioner per telefon inte orsakat några tvister i samband med kreditderivatransaktioner. En anledning till detta kan vara en allmänt accepterad praxis bland aktörer som ingår derivatransaktioner att sådana transaktioner bekräftas genom skriftliga bekräftelser. Analysen om införlivandet av *ISDA Documentation* visar att denna dokumentation inkluderas i muntliga avtal vid avtalsingåendet enligt de allmänna avtalsrättsliga principer som reglerar denna fråga. Analysen har alltså visat att det inte finns

några särskilda regler som skulle reglera införlivandet av *ISDA Documentation* i muntliga kreditderivatavtal.

– Den sjunde frågan som analyserats i den första delen av avhandlingen är några standardavtalsrättsliga aspekter av den standardiserade *ISDA Documentation* som används för kreditderivatavtal. Analysen av *ISDA Documentation* som standardavtal visar att detta standardavtal har flera syften. Det första syftet som är gemensamt för samtliga standardavtal är rationaliseringssyftet och slutsatsen är att detta syfte inte har uppnåtts genom denna standardiserade dokumentation. Dokumentationen är väldigt komplicerad och svårtillämpad även för jurister, om de inte har erfarenhet av sådana transaktioner. Det andra syftet med dokumentationen var att fastställa och stabilisera avtalskonceptet och analysen ovan visar att dokumentationen uppnått detta syfte.

Analysen av standarddokumentationen som handelsbruk visar att dokumentationen kan ha varierande egenskaper. Detta innebär att den i vissa fall och mellan vissa aktörer kan fungera som handelsbruk medan det i övriga fall det inte blir så. Vilken egenskap som dokumentationen får i ett konkret fall beror huvudsakligen på vilka aktörer som ingår transaktionen. *ISDA Documentation* kan bli bindande för avtalsparter som handelsbruk om dessa parter är *ISDAs* medlemmar, som dagligen använder denna dokumentation, och i fall när dessa parter ingår kreditderivatavtal med varandra. I övriga fall är det svårt att acceptera att standarddokumentationen har egenskap av handelsbruk. Samma slutsats gäller frågan om bundenhet av standarddokumentation utan dess införlivande i det muntliga avtalet.

– Den åttonde frågan som behandlats i den första delen av avhandlingen kallas för finansiella institutioners omsorgsplikt. Omsorgsplikten innebär skyldighet för en sofistikerad avtalspart att göra en helhetsbedömning av motpartens kapacitet, erfarenhet och kunskap i förhållande till en konkret transaktion och ett aktivt agerande vars syfte är att motparten får tillräcklig kunskap om transaktionen. Detta agerande innebär inte nödvändigtvis något slags rådgivning från den sofistikerade partens sida utan den sofistikerade parten kan t.ex. kräva att motparten skaffar sig ett expertutlåtande om transaktionen i fråga från en tredje part. Finansiella institutioners omsorgsplikt har aktualiserats internationellt i ett engelskt rättsfall från 1995. Omsorgsplikten behandlades också i ett svenskt rättsfall från HD samma år. Finansiella institutioners omsorgsplikt är en rättsprincip som är specifik för finansiella avtal och lämpligare för tillämpning i dessa avtalsrelationer. Den viktigaste omständigheten för bedömningen av om en part varit underlägsen vid ingåendet av ett finansiellt avtal och den finansiella institutionens eventuella skyldighet att fullgöra sin omsorgsplikt är partens kunskap om transaktionen i fråga och förståelse av de risker för förluster som en sådan transaktion innebär. Övriga omständigheter som t.ex. parternas ekonomiska styrka vid avtalsingåendet brukar inte ha någon större betydelse vid en sådan bedömning. Denna slutsats gäller samtliga avtal om finansiella derivat, alltså även avtal om kreditderivat.

– Den nionde frågan som behandlats i den första delen av avhandlingen avser kreditderivatets självständighet i förhållande till den underliggande betalningsförpliktelsen, kreditderivatets avtalsmekanism som möjliggör ett relativt objektivt fastställande av om en *Credit Event* inträffat, samt användningen av media och informationsteknologi i denna avtalsmekanism. Analysen har visat att kreditavtals självständighet skiljer sig från t.ex. garantins självständighet och att de övriga självständiga avtalen innehåller sådana avtalsmekanismer för utlösande av betalningsförpliktelser som präglas av subjektivitet. Denna subjektivitet innebär att endast en part i sådana avtal får avgöra om framställande av sitt betalningskrav. Kreditderivat har eliminerat en stor del av denna subjektivitet genom användningen av media

för fastställandet av sådana omständigheter som utlöser parternas betalningsförpliktelser. Det har också konstaterats att användningen av media i detta syfte inte är en helt säker metod men den är ändå mindre subjektiv än den metod där endast en part har rätt att bestämma om sådana omständigheter föreligger eller inte.

– Den tionde frågan som behandlats i den första delen av avhandlingen avser bedömningen av om kreditderivat kan uppfattas som en ny avtalstyp. Avtal om kreditderivat har i denna avhandling jämförts med tre konkreta avtalstyper och denna jämförelse har uppvisat betydliga skillnader mellan kreditderivat och kreditförsäkring, kreditderivat och garanti och kreditderivat och spel. Utifrån dessa konkreta jämförelser och utifrån de fastställda skillnaderna är det möjligt att konstatera att kreditderivat inte är att likställa med något av de tre nämnda avtalen. Denna slutsats ger anledning att beteckna kreditderivat som en särskild avtalstyp i förhållande till dessa tre avtal. Samma slutsats ger också anledning att beteckna kreditderivat som en ny avtalstyp i förhållande till dessa tre avtal eftersom kreditderivat uppkommit senast. Denna slutsats begränsas alltså endast till denna jämförelse och omfattar inte några andra avtalstyper eller diskussion om vad som utgör en avtalstyp i avtalsrätten.

I den andra delen av avhandlingen har vissa dokumentationsproblem analyserats och ett antal slutsatser har dragits utifrån dessa analyser.

– Den första frågan som analyserats behandlar svagheter hos vissa viktigare definitioner i *2003 ISDA Credit Derivatives Definitions*. Denna analys visar att kreditderivatransaktioner innehåller komplicerade avtalsmekanismer som är svåra att förstå. Av den anledningen är avtalsbestämmelserna som reglerar dessa transaktioner och avtalsmekanismer komplicerade och innehåller många finesser som kräver en noggrann läsning och analys. Definitionen av *Bankruptcy*, som är en av de viktigaste *Credit Events*, visar att denna bestämmelse inte kan täcka samtliga möjliga former för upphörandet av en juridisk person på grund av insolvens som finns i världen. Exemplet med upphörandet av ett kinesiskt bolag som analyserats i detta sammanhang visar att det alltid finns någon juridisk figur i någon lagstiftning som inte passar in i de generella formuleringarna som definitionen av *Bankruptcy* innehåller. Analysen av definitionen *Bankruptcy* illustrerar definitionernas komplexitet och svårigheterna med att inkludera och definiera samtliga former som en juridisk figur kan få i olika rättssystem genom en avtalsbestämmelse.

– Den andra frågan som behandlats i den andra delen av avhandlingen är vissa dokumentationsbrister i samband med definitionen *Restructuring* i *2003 ISDA Credit Derivatives Definitions*. Denna bestämmelse har inte accepterats i sin ursprungliga ordalydelse av vissa aktörer på den amerikanska marknaden vilket har resulterat i att denna bestämmelse splittrats i fyra olika nya bestämmelser. Denna lösning anses inte vara bra för en standardiserad dokumentation och denna fråga visar att *ISDA Documentation* fortfarande är under utveckling och att vissa nya ändringar kan förekomma innan dokumentationen stabiliseras. Utvecklingen av definitionen av *Restructuring* visar också att utformningen av en standardiserad dokumentation som är avsedd för en global tillämpning inte är en lätt uppgift. Denna utformning påverkas av många faktorer, bland annat av reaktioner på vissa marknader och vissa internationella regler som t.ex. Basel II dokumentet.

– Den tredje frågan som analyserats i den andra delen av avhandlingen behandlar svagheter av en bestämmelse som i ramavtalet reglerar parternas betalningar vid förtida hävning av derivatavtal. Anledningar till avtalshävningen kan vara ett avtalsbrott eller en omständighet utanför parternas kontroll. Denna bestämmelse fanns även i den tidigare versionen av *ISDA*

Master Agreement från 1992 men dess tolkning blev föremål för flera tvister. Av den anledningen har denna bestämmelse ersatts med en ny bestämmelse i *2002 ISDA Master Agreement*. Även detta exempel visar att *ISDA Documentation* är i en utvecklingsprocess och att det finns avtalsbestämmelser vilkas tillämpning kan vara kontroversiell och resultera i tvister. Det återstår att se om den nya versionen av denna avtalsbestämmelse kommer att fungera bättre i praktiken.

– Den fjärde frågan som analyserats i den andra delen av avhandlingen behandlar vissa dokumentationsbrister av ramavtalet *ISDA Master Agreement*. Analysen har visat att några av de viktigaste bestämmelserna är alltför generellt formulerade och inte anpassade till avtal om kreditderivat. Dessutom innehåller dessa klausuler alltför generella begrepp och uttryck så att avtalsparter inte kan vara säkra angående tolkningen av bestämmelser som innehåller sådana begrepp. Som ett exempel kan man nämna begreppet *Force Majeure* som inte är definierat i *ISDA Master Agreement*.

– Den femte frågan som analyserats i den andra delen av avhandlingen behandlar den senaste utvecklingen av *ISDA Documentation* som används för kreditderivattransaktioner. Det handlar om kreditderivattransaktioner som kopplas till ett index av underliggande enheter, alltså till ett större antal underliggande enheter. Kreditderivat som kopplas till sådana index är av nyare datum och utgör en ny utveckling och spridning av kreditderivattransaktioner. En stor spridning av sådana kreditderivattransaktioner har skapat svårigheter vid genomförandet av fysiska uppgörelser mellan avtalsparter. Dessa svårigheter gav anledning till *ISDA*s ingripande i tusentals kreditderivattransaktioner där *ISDA* erbjöd vissa lösningar som accepterats av ett stort antal avtalsparter. Denna företeelse, att en internationel organisation ingriper vid tillämpningen av en standardiserad avtalsdokumentation, är inte vanlig inom standardavtalsrätten. Den analys som gjorts i denna del av avhandlingen ger grund för slutsatsen att livslängden för en standardiserad avtalsdokumentation inom finansiell rätt inte är särskild lång i dagens läge, när utvecklingen går så snabbt.

1.3 Några avslutande slutsatser

De analyser som gjorts i denna avhandling ger grund för några allmänna slutsatser om avtal om kreditderivat. Det handlar om vissa egenskaper hos denna avtalstyp som är värda att uppmärksamma i denna sammanfattning.

1.3.1 Avtalets beroende av sin dokumentation

Det har redan konstaterats att avtal om kreditderivat inte regleras i någon lagstiftning. Det har också konstaterats att rättsfallen som behandlat avtal om kreditderivat är få och att avtalet har kommenterats i den juridiska litteraturen i en mycket liten omfattning jämfört med de äldre och mer kända avtalstyperna inom obligationsrätten. Det har också konstaterats att avtalet inte har någon motsvarighet i någon annan avtalstyp och att det skiljer sig från de övriga liknande avtalen. I brist på andra rättsskäl spelar alltså avtalsdokumentationen en ovanligt viktig roll för avtal om kreditderivat eftersom avtalsparterna inte har någon annan källa att åberopa i fall av tvist eller i en situation när en fråga inte reglerats i avtalet. Dessa omständigheter förstärker parternas behov av att reglera samtliga ömsesidiga rättigheter och skyldigheter på ett mycket detaljerat sätt i avtalsdokumentationen.

Avtal om kreditderivat är dessutom ett komplicerat avtal där många omständigheter måste definieras med långa och omfattande definitioner. Detta har resulterat i omkring 60 sidor av

definitioner som styr eller kan styra avtal om kreditderivat. Avtalsparterna måste gå igenom dessa definitioner och välja de som bäst passar deras behov vilket är en komplicerad process i sig. Tar man hänsyn till att *ISDA Master Agreement* och *Confirmation* tillsammans innehåller mer än 40 sidor står det klart att det nästan är omöjligt att ingå ett muntligt avtal om kreditderivat som inte bekräftas genom *Confirmation*. Det är svårt att tro att det finns avtalsparter som kan komma ihåg alla detaljer i ett sådant avtal utan att skriva dem i ett dokument. Ett muntligt avtal om kreditderivat är alltså endast en teoretisk möjlighet vilket ytterligare understryker vikten av avtalets dokumentation.

Utvecklingen av dokumentationen för avtal om kreditderivat genom *ISDA* är ett fenomen som är värt att uppmärksammas. Det är inget nytt att en branschorganisation utvecklar ett standardiserat avtal som får tillämpning världen över eftersom sådana avtal redan funnits inom flera andra branscher och även inom bankrätt och finansrätt. Det som är intressant i detta fall är den snabba utvecklingen som egentligen började i slutet av 1980-talet och fortsatte till år 2002 och år 2003 när nya kompletterade versioner av *2002 ISDA Master Agreement* och *2003 ISDA Credit Derivatives Definitions* publicerades.

Bakom dessa dokument finns naturligtvis en snabbt växande praxis i tillämpningen av detta avtal men inte minst en ansträngning från *ISDA*s sida att utforma avtalet så att det är anpassat för en internationell tillämpning. Avtal om kreditderivat har ursprungligen skapats i praxis med syftet att åstadkomma vissa ekonomiska effekter men man får inte glömma juristernas förtjänst i detta arbete. Det är jurister som utformat en stor del av avtalet och skapat förutsättningarna för avtalets tillämpning på den internationella finansmarknaden och i enlighet med de flesta lagstiftningar där avtalstypen tillämpas.

1.3.2 Nya avtalstyper och utformningen av avtalsdokumentation inom finansieringsrätt

Utvecklingen av avtal om kreditderivat är ett exempel på de så kallade nya finansiella produkter som uppkommit inom finansvärlden under de senaste åren. Förändringarna inom finansvärlden och utvecklingen av nya produkter är en ständig process som genereras av flera faktorer som till exempel globalisering, utveckling och tillämpning av ny teknologi, en dramatiskt utökad kapitalmängd som cirkulerar globalt och en ständig utveckling i den kommersiella världen. Processen har även påverkat aktörerna på den internationella finansmarknaden, bland annat banker som utvecklat sina verksamheter utanför de gamla traditionella gränserna. Bankerna sysslar inte längre endast med traditionell inlånings- och utlåningsverksamhet och överföring av pengar, utan även med olika transaktioner ”utanför balansräkningen”. Detta har resulterat i utvecklingen av nya transaktionstyper och strukturella förändringar i finanssektorn. Processen har också påverkat utvecklingen av finansieringsrätten, som i dagens läge anses vara ett av de mest expanderande rättsområden.¹

Genom globaliseringen och utvecklingen på den internationella finansmarknaden blir aktörer som agerar globalt i behov av regler som skall styra deras agerande i olika situationer. Reglerna kan inte stiftas av en eller flera stater eftersom de inte har en global tillämpning. Dessutom är denna utveckling så snabb att nationella lagstiftningsförsamlingar inte hinner följa den, speciellt inte på ett någorlunda enhetligt sätt som skulle underlätta agerandet för aktörerna på den internationella finansmarknaden. Det internationella samarbetet på detta område är dynamiskt men avser för det mesta offentlighetsliga aspekter av aktörernas

¹ L. Gorton, Redaktör, *International Seminar The Breakdown of Public & Private Law Dichotomy in Commercial and Financial Law*, Lund, 2003, s. 9-10.

verksamhet som till exempel kapitaltäckningskrav för banker. De privaträttsliga aspekterna av utvecklingen är inte i fokus i det internationella samarbetet.

Omständigheterna resulterar i att aktörerna själva försöker skapa regler för sitt internationella agerande och följa dem frivilligt. Denna process kallas för *private law-making*¹ och får allt större betydelse, inte endast inom finansrätten och den globaliserade finansmarknaden, utan även på andra rättsområden. *Private law-making* processen kan indelas i två olika typer. Den första typen är en process där staten bemyndigar ett privat subjekt att skapa regler och den andra typen är en process där berörda aktörer skapar reglerna själva, utan att staten blandar sig i denna verksamhet. Den andra typen av *private law-making* processen kallas för *voluntary self-regulation*. Detta är egentligen inget nytt i juridiken eftersom olika branschorganisationer tidigare har skapat sådana regler, särskild inom dispositiv rätt, då aktörerna har friheten att reglera förhållandena enligt sina behov. Ett exempel på ett sådant dokument inom finansrätten är rembursregler² som skapats av Internationella handelskammaren och som tillämpas frivilligt av banker och andra aktörer världen över.

Det finns flera fördelar med en självreglering av privata grupper och organisationer. Den första fördelen är en större sannolikhet att regler som skapas på detta sätt kommer att tillämpas och följas av de organisationsmedlemmar som skapat dem. Det anses att dessa organisationer och deras medlemmar har ett större intresse av att rätta sig efter sina egna regler än efter regler som stiftas av lagstiftare. Den andra fördelen är att organisationer som skapar sina egna regler ofta har mycket större kunskaper inom området som regleras än statliga myndigheter och lagstiftningsförsamlingar. Av denna anledning blir sådana regler bättre utformade och tillfredsställer behoven hos deras skapare på ett bättre sätt. Den tredje fördelen är att grupper och organisationer som skapar sina egna regler ofta agerar globalt och genom självreglering åstadkommer effekter av en internationell tillämpning av sina regler. Nationella lagregler saknar sådan effekt och deras tillämpning är geografiskt begränsad.³

En viktig grupp av aktörer som driver utvecklingen i finansvärlden och inom den internationella finansrätten både när det gäller det internationella lagstiftningssamarbetet och den privata internationella självregleringen är de så kallade elitbankerna.⁴ Dessa är främst de globala bankerna som spridit sig i många länder världen över genom sammanslagningar och övertaganden av andra banker. Dessa aktörer är särskilt berörda av svårigheterna som en internationell verksamhet innebär och de driver också utvecklingen mot en globaliserad marknad och ett harmoniserat regelverk. Aktörerna har genom sina branschorganisationer en ständig dialog med nationella och internationella institutioner som skapar regler som reglerar bankernas verksamhet och de försöker påverka detta arbete.

Elitbankerna har också en viktig roll inom *ISDA* och andra internationella organisationer. Särskilt genom *ISDA* har både elitbanker och andra aktörer lyckats reglera ett antal OTC-avtal, bland annat avtal om kreditderivat på så sätt att *ISDA*s regler blivit internationellt accepterade. Det är klart att starka aktörer med stora kunskaper och stor erfarenhet inom rättsområdet kan påverka utvecklingen till sin fördel och även påverka marknaden genom en

¹ J. J. Norton, H. M. Shams, The Public – Private Law Dichotomy/Interconnection: The Public/Private "Partnership" in Modern Banking Regulation, publicerad i International Seminar The Breakdown of Public & Private Law Dichotomy in Commercial and Financial Law, Redaktör L. Gorton, Lund, 2003, s. 27-29.

² ICC Uniform Customs and Practice for Documentary Credits (UCP 500) ICC Publication No.500

³ J. J. Norton, H. M. Shams, s. 29.

⁴ J. J. Norton, H. M. Shams, s. 44.

specifik utformning av regler.¹ Detta är en nackdel med en sådan utveckling, men analysen av definitionen *Restructuring* visar att även marknaden kan påverka aktörerna och den utveckling som de driver. I detta fall har den amerikanska och den europeiska marknaden kommit till olika definitioner av *Restructuring* just på grund av att amerikanska skyddssäljare i dagens läge har en starkare marknadsställning än de europeiska.

Slutligen kan man konstatera att uppkomsten av avtal om kreditderivat och utformningen av *ISDA Documentation* inte är en isolerad händelse utan ett segment av en pågående process inom finansrätten. Avtal om kreditderivat är kanske endast ett exempel på hur denna process kommer att fortsätta i framtiden, när staten blir för liten för att reglera vissa globala verksamheter.

1.3.3 Vidareutveckling och reglering av avtal om kreditderivat

När man läser den omfattande *ISDA Documentation* som används för att dokumentera avtal om kreditderivat får man intrycket att det handlar om mycket komplicerade avtal och att det krävs mycket kunskap och erfarenhet för att förhandla om och ingå ett sådant avtal. Det stämmer delvis, särskilt när det gäller personer som kommer i kontakt med *ISDA Documentation* för första gången. Det krävs verkligen tid och tålamod att gå igenom denna omfattande dokumentation och förstå samtliga avtalsbestämmelser som ofta består av oerhört långa och svårlästa meningar. Å andra sidan är det inte obligatoriskt att använda *ISDA Documentation* och förhandla om allt som stipuleras där. Analyserar man endast idén och strukturen av avtal om kreditderivat kan man komma till slutsatsen att dessa avtal inte är särskilt komplicerade. Det handlar alltså om att koppla en betalningsförpliktelse mellan skyddsköparen och skyddssäljaren till en underliggande enhets betalningsförbindelse och en händelse i samband med denna betalningsförbindelse. Denna händelse aktiverar skyddssäljarens betalningsförpliktelse i förhållande till skyddsköparen. Skyddssäljaren åtar sig sin betalningsförpliktelse mot betalning av premien från skyddsköparen.

Om avtal om kreditderivat inte är så komplicerade, är det möjligt att författa ett enklare avtal än *ISDA Documentation* och anpassa det enklare avtalet till sådana avtalsparter som inte är experter på finansmarknaden? Kan vanliga näringsidkare som inte alls ingår internationella finansavtal utan kanske driver sin näringsverksamhet i en region få användning av avtal om kreditderivat? Det finns egentligen ingenting som hindrar avtalsparter att skriva enklare avtal och tillämpa dem i affärsrelationer på en lokal eller en regional nivå. Sådana avtal om kreditderivat som inte dokumenteras av *ISDA Documentation* existerar redan idag i form av *credit linked notes*, som beskrivits i denna avhandling. Dessa avtal tillämpas kanske huvudsakligen på den internationella finansmarknaden men de dokumenteras inte av *ISDA Documentation*. Sådana avtal som är skrivna för individuella behov brukar vara mycket mindre omfattande än *ISDA Documentation* som för det mesta används för *credit default swaps*.

Även avtalstexter för *credit default swaps* kan författas i mycket kortare form än *ISDA Documentation*. Det kan avtalsparter göra genom att komma överens om enklare uppgörelsemetoder och enklare beskrivningar av *Credit Events* enligt sina behov. Det finns t.ex. många underliggande enheter vilkas skulder inte handlas på marknaden och för vilka det inte går att fastställa något pris. *Physical Settlement* blir alltså inte tillämplig som uppgörelsemetod om avtalsparterna i en kreditderivattransaktion väljer ett sådant mindre och

¹ J. J. Norton, H. M. Shams, s. 53.

okänt bolag som underliggande enhet. I så fall blir *Cash Settlement* en lämplig uppgörelsemetod. En annan tänkbar svårighet är att det inte publiceras information om sådana mindre och okända bolag i affärsnyheterna. De är vanligtvis små aktörer även på den nationella eller den lokala marknaden och därför ointressanta för nyhetsbyråer. Om *Publicly Available Information* om sådana potentiella underliggande enheter inte existerar kan man undra vad som skall användas i stället. Svaret på denna fråga kan man hitta i många uppgifter om olika bolag som i dagens läge är tillgängliga för olika informationsanvändare. Man kan t.ex. som informationskälla välja en Internetförsäljare av årsredovisningar och årsbokslut vilka finns i nästan alla länder i världen. Sådana tjänster har sedan länge varit tillgängliga via Internet mot betalning. Avtalsparter kan i ett avtal om kreditderivat komma överens att en *Credit Event* inträffar om t.ex. vissa siffror i en årsredovisning för den underliggande enheten överskrider eller underskrider vissa limiter som fastställts i avtalet om kreditderivat. Denna information, som alltså är tillgänglig på Internet, kan då användas som *Publicly Available Information*. En eventuell *Credit Event* av denna typ skulle lika bra kunna aktivera skyddssäljarens förpliktelse att betala ett visst belopp till skyddsköparen som vilken *Credit Event* som helst som finns definierad i *ISDA Documentation*. Skyddsköparen i ett sådant avtal om kreditderivat skulle förmodligen vara en fordringsägare, en garant eller en borgensman till den underliggande enheten. Genom avtal om kreditderivat skulle dessa parter kunna överföra sin kreditrisk på den underliggande enheten till en skyddssäljare mot betalning av en premie.

Det finns alltså många möjligheter att tillämpa kreditderivatets avtalskonstruktion och köpa kreditriskskydd även mot kreditrisker av mindre kända underliggande enheter som inte förekommer i affärsnyheter. Användningen av *ISDA Documentation* är alltså i många fall inte nödvändig och avtalsparter som skraddarsyr sina egna avtal kan definiera vad som passar dem bäst eller t.ex. plocka några lämpliga definitioner från *ISDA Documentation* utan att använda hela dokumentationen.

På detta sätt kan avtal om kreditderivat förflyttas till lägre nivåer, till exempel till lokal nivå, där vanliga näringsidkare som inte har några större juridiska kunskaper agerar.

Kreditderivatets avtalskoncept ger alltså många möjligheter för tillämpning av avtalstypen i förhållandet till kreditrisker av helt okända underliggande enheter som inte förekommer i affärsnyheterna. Det som avtal om kreditderivat vilar på är en hög grad av objektivitet vid fastställande av *Credit Events* som utlöser skyddssäljarens betalningsskyldighet. Objektiviteten kan åstadkommas genom användning av olika medier och informationskällor som är tillgängliga för allmänheten. Detta gör att avtal om kreditderivat har en stark koppling till informationsteknologi, precis som flera andra avtalstyper som använder samma informationskällor för handel på börser och liknande. Skillnaden i förhållande till dessa andra avtalstyper är att avtal om kreditderivat inte handlas på börser utan de utgörs av privatförhandlade avtal.

1.3.4 Reglering av avtal om kreditderivat

Det har redan konstaterats flera gånger att svensk rätt inte innehåller några regler om kreditderivat. Detta är inget märkligt eftersom svensk rätt inte heller innehåller regler om några andra avtalstyper som uppkommit i internationell praxis och numera tillämpas i Sverige i stor omfattning. Sådana avtalstyper är t.ex. remburs, självständiga garantier, olika avtal om leasing, factoring osv.

Det faktum att klara regler om sådana avtalstyper saknas i svensk rätt hindrar inte näringsidkare och ibland även konsumenter att ingå sådana avtal, författa avtalsbestämmelser och fullgöra sina åtaganden enligt sådana avtal. I många fall har sådana avtalsparter klara idéer om vad de håller på med eftersom de anlitar advokater eller jurister som författar avtalstexter och förklarar olika frågor för parterna. Det finns säkert även sådana avtalsparter som har begränsade resurser och som ingår transaktioner där transaktionskostnaderna måste vara väldigt låga för att transaktionerna skall bli lönsamma. Sådana transaktioner kan inte bära advokatkostnader utan avtalsparterna ingår transaktionerna och skriver ibland avtalen själva, utan någon juridisk hjälp. Det händer inte alls så ofta att sådana avtal strandar och att avtalsparterna hamnar i domstolen. Parterna lyckas i många fall genomföra även sådana avtal och fullgöra sina respektive åtaganden utan tvister.

Genom en tillämpning av ett nytt avtal under en längre period blir den grundläggande avtalsstrukturen känd och accepterad av de personer som ingår eller överväger att ingå sådana avtal. Ett sådant exempel är leasingavtalet som kom till Sverige för 30-40 år sedan och förblivit oreglerat i svensk lagstiftning. Detta faktum har inte varit ett hinder för att nämna leasingavtalet i flera lagar och förordningar som reglerar verksamheten hos olika aktörer som ingår sådana avtal.¹ Leasingavtalet har också varit behandlat i rättspraxis² och varit ämne för en omfattande forskning och kommentarer i svensk juridisk litteratur. Resultatet av denna utveckling är att de aktörer som i Sverige sysslar med leasing i dagens läge har klart för sig vad detta avtal innebär. Denna utveckling innebär också att jurister har många svenska rättskällor att använda sig av vid tillämpningen av denna avtalstyp.

Jämför man svenska rättskällor om leasingavtalet och svenska rättskällor om *demand* garantier ser man att *demand* garantier utgör en betydligt mindre utvecklad rättsfigur i svensk rätt. Det framgår av den korta framställningen om *demand* garantier i föregående avdelningar att *demand* garantier i svensk rättspraxis och svensk juridisk litteratur behandlats i mycket mindre omfattning än leasingavtalet. Ändå har svenska domstolar åberopat vissa rättskällor som låg till grund för deras beslut i tvister som gällde denna garantityp. Dessa rättskällor har betecknats som ”internationell bankpraxis”³ och ”det som anses inom affärlivet gälla”.⁴ Dessa formuleringar kan verka alltför generella men de ger ändå en vägledning vid tillämpningen av denna garantityp i Sverige. Dessutom har *demand* garantier behandlats i svensk juridisk litteratur vilket tillsammans med de två nämnda rättsfallen utgör en grund för behandling av denna garantityp i svensk rätt.

Situationen avseende tillämpning av avtal om kreditderivat i svensk rätt kan beskrivas som en inledande fas i en utvecklingsprocess där leasingavtalet kommit längst och *demand* garantier kanske kommit halvvägs. Avtal om kreditderivat ligger alltså i början av denna process och de källor som i dagens läge kan användas vid tillämpningen av detta avtal är huvudsakligen de källor som behandlats i denna avhandling. Rättskällorna är alltså *ISDA Documentation*, engelsk rättspraxis, engelsk juridisk litteratur och svensk rätt, särskilt svenska rättsprinciper, rättspraxis och lagstiftning som berör avtal om kreditderivat.

¹ Som exempel kan tas :

Lag (2004:297) om bank- och finansieringsrörelse; Lag (1995:1559) om årsredovisning i kreditinstitut och värdepappersbolag; Lag (1992:1610) om finansieringsverksamhet; Lag (1992:1528) om offentlig upphandling; Förordning (2001:650) om vägtrafikregister osv.

² Några HD:s avgörande som behandlar leasingavtalet är NJA 1998 s 852, NJA 1997 s 524, NJA 1995 s 367, NJA 1992 s 168, NJA 1989 s 185 osv.

³ Rättsfall från Hovrätten över Skåne och Blekinge T 129-98 från den 22 oktober 1999.

⁴ NJA 2002 s. 244.

Det är svårt att förutse hur snabb utvecklingsprocessen av kreditderivat blir i svensk rätt. Det beror också mycket på att denna avtalstyp huvudsakligen hör till finansverksamhet där antal aktörer som ingår olika transaktioner är begränsat. Om man jämför t.ex. leasingavtalet och *demand* garantier kan man säga att de båda avtalstyperna kommit till Sverige ungefär samtidigt men att leasingavtalet utvecklats snabbare än *demand* garanti. Detta beror säkert på en mycket bredare tillämpning av leasingavtalet, särskilt genom bilförsäljning, och kanske på skatteeffekter som gör leasingverksamhet attraktiv för vissa aktörer. ”*On demand*” garantier har å andra sidan hållit sig huvudsakligen inom bankverksamhet och inte berört så många övriga verksamheter som leasingavtalet.

Slutligen, med hänsyn till de ovan beskrivna utvecklingsprocesserna av leasingavtalet och *demand* garantier i svensk rätt, kan man konstatera att avtal om kreditderivat kommer att utvecklas på ett liknande sätt. Svensk rätt har visat en förmåga att acceptera och reglera nya avtalstyper genom praxis som utvecklas inom vissa branscher, genom rättspraxis och genom behandling i juridisk litteratur. På detta sätt förblir sådana avtal oreglerade i lagen vilket har både nackdelar och fördelar. En nackdel är att det råder en oklarhet vid tillämpningen av sådana avtal eftersom klara lagregler och förarbeten saknas. Å andra sidan är det kanske en fördel eftersom tillämpningen av sådana avtal ger avtalsparter en större frihet att reglera sina förhållanden enligt sina behov. Dessutom blir det väldigt svårt att genom lagändringar följa utvecklingen av avtal om kreditderivat eller liknande avtalstyper eftersom en sådan utveckling går i allt snabbare takt i den globaliserade världen.

SUMMARY

The credit derivative contract is a new type of contract among Financial and Banking Law. This type of contract emerged in the early 1990's and now applies all over the world. The purpose of the credit derivative contract is to transfer credit risk associated with underlying instruments to the counterpart, without delivering or transferring any of the underlying instrument itself. The party that takes over the credit, usually called the protection seller, receives payment for taking over the credit risk from the other party, usually known as the protection buyer. The credit derivative contract enables banks, financial institutions, companies, and other actors to transfer credit risks from their portfolios and achieve a satisfying risk spread without assignment of their claims and without entering into new credit agreements. The credit derivative contract also enables the parties to buy and sell protection for credit risks on the underlying instruments that none of the parties own or will ever own.

The credit derivative contract has never been regulated by any particular statutory provision, but it is affected by existing legislation and legal rules in the area of Contractual Law, Banking Law, Insurance Law, Insolvency Law, Company Law, accounting rules, exchange restrictions, and Public Law. Since the credit derivative contract applies mostly in international transactions, the contracting parties usually choose English Law or the New York State Law to govern their agreements. In case of a dispute, the parties choose either English or New York courts jurisdiction. The reason for such choice of law and jurisdiction is that the credit derivative contract is mainly based on English Law. However, the credit derivative contract is connected to numerous national legislations that differ from English Law, since the contracting parties that enter the credit derivative contracts are always affected by their own national legislations in terms of regulation of their activities, insolvency regulation, exchange control, etc.

An intensive global use of derivative contracts, among which the credit derivative contract belongs, has resulted in the creation of an international organisation called, International Swaps and Derivatives Association – ISDA. ISDA has created several important standardised documents that are in use as contractual documentation for several types of derivatives contracts, including, among others, the credit derivative contract. The most important document produced thus far is the ISDA Master Agreement. This is a standardised master agreement that applies voluntarily to govern all derivatives and credit derivative transactions between parties. In addition, the ISDA has created several booklets containing definitions and confirmations for particular transactions, including ISDA Credit Derivatives Definitions and Confirmation that were created for credit derivative contracts. These three documents have been recently revised and their latest versions, 2002 ISDA Master Agreement, 2003 ISDA Credit Derivatives Definitions and Confirmation, altogether comprising some 115 pages, create documentation for the credit derivative contract.

The purpose of this dissertation is to analyse several theoretical and practical issues that the creation of the credit derivative contract has raised. The dissertation is divided in two parts,

the first one that contains discussions and analysis of some general and theoretical issues and the second one where some aspects of the documentation for credit derivatives are analysed.

The first part of the dissertation contains an analysis and conclusions on the following issues:

- The first chapter contains a description and analysis of the three main types of credit derivatives contracts. These types are credit default swaps, credit linked notes, and total rate of return swaps. The credit default swap is the most important and most frequently used type of credit derivatives. This chapter also contains the analysis of economic effects of credit derivatives transactions. The purpose of this analysis is to explain the results that the parties achieve by entering such transactions and to explain what types of actors enter the credit derivatives transactions. The rights and obligations of the parties in the most important type of the credit derivative contract, which is called the credit default swap, are also analysed in the first chapter. The analysis shows that the credit derivatives contractual mechanism is complicated and difficult to understand, especially the trigger mechanisms for payment obligations, called Credit Events, and the settlement mechanisms. Despite the fact that the use of credit derivatives increases continuously all over the world, the number of users of this type of contract is still relatively limited. The main actors that use the credit derivatives contracts are banks, financial institutions, and other actors that act in the international capital market. The majority of these actors have huge economic resources and knowledge of this type of contract, which could be the reason that very few disputes regarding the credit derivatives have been reported. This could also be an indication that the credit derivative contract does not have many weak points even if some critical comments have been made in this dissertation.

- The second chapter analyses the similarities and differences between the credit derivatives and the credit insurance. The comparison shows that the rights and obligations of the parties in credit derivatives and insurance contracts are not the same. The most important elements that characterize insurance contracts are the insurable interest that the insured must have when entering the insurance contract and the economic loss that incurs in connection to the event that triggers the insurer's payment obligation. These two elements characterize the insurance contracts both in Swedish and English law. The credit derivative contract lacks these two most important elements, which is the reason for the conclusion that the credit derivative contract and the credit insurance contract are not identical types of contracts. This conclusion can be made despite the fact that these two types of contract sometimes have the same purpose which is the transfer of credit risks. The credit derivative contract moreover enables a wider treatment of credit risks by speculating or by settlements and payments to the protection buyers that do not suffer any loss or damage.

The analysis above shows, however, that, in situations where the protection buyer owned the underlying instrument when entering into the credit derivative contract and during the lifetime of the contract, the credit derivative and the credit insurance have some significant similarities. These similarities can be the reason for a classification of credit derivative contracts such as a credit insurance contract by a court. Such a classification could result in serious consequences for the contractual party that acted in the capacity of the protection seller of such a party and is not an insurance company. These consequences may be in the form of sanctions against such an actor that does not have an authorization to run the insurance business. Such sanctions do not necessarily result in declaration of contracts such as void or illegal, according to the Swedish law and Swedish case law.

- The third chapter analyses the similarities and differences between the credit derivative contract and the suretyship. This comparison shows significant differences between these two contract types. The suretyship is an accessory in relation to the underlying payment obligation, and if the surety pays instead of the principal debtor, the surety is entitled to recover the amount from the principal debtor. The credit derivative is independent from the underlying payment obligation and the protection seller is not entitled to recover from the reference entity the amount paid to the protection buyer. The analysis of surety's function shows that it is used as security while the function of the credit derivative may vary. It could be used as security, as a speculative transaction, and as a portfolio balancing transaction.

- The fourth chapter analyses the similarities and differences between the credit derivative contract and independent guarantees, also called on-demand guarantees. The most important similarity between these two types of contract is their independence in relation to the underlying payment obligation. However, these two contracts are not independent from the underlying payment obligation in the same way. There are some significant differences between the beneficiary's right to claim the payment from the guarantor and the protection buyer's right to claim payment from the protection seller. The beneficiary's right is not conditioned while the protection buyer's right is conditioned by the publication of a Credit Event in media. Besides this particular similarity, there are no other similarities between the credit derivative and the independent guarantee.

- The fifth chapter analyses the similarities and differences between the credit derivative and wagering. The result of this analysis shows that some uncertainty exists regarding the question whether the credit derivative contract could be classified as a wagering contract. This uncertainty falls also upon some financial contracts and there is no case law that could resolve this uncertainty. In a Swedish case where the issue of taxation has been decided, the forward agreement has been classified as wagering despite the fact that the forward agreement is regulated in legislation. This case shows that the rules on wagering may be applied in various legal areas, such as tax law, and that the result of such application is difficult to foresee. The conclusion is that there is a risk that the credit derivative contract could be classified as wagering, which would result in its unenforceability. This may be said even for some other types of financial contracts.

- The sixth chapter contains the analysis of the form in which the credit derivative contracts are entered, the question at which point in time the contract is formed, and the question of incorporation of the standardized documentation in such contracts. The analysis shows that the majority of credit derivatives contracts are entered orally, by phone, and that the contract is formed when the parties agree on the essential elements of the contract. The analysis also shows that the credit derivative contracts are very complex contracts where the orally entered contract is usually confirmed by a written confirmation. This was the reason that ISDA created comprehensive confirmation documents, not only for credit derivative transactions, but also for other derivative transactions that are documented by *ISDA Documentation*. Despite the fact that orally entered agreements may be difficult to prove, the orally entered credit derivative contracts have never caused any dispute regarding the clauses included in these contracts. One reason for this could be the generally accepted practice among the actors that use derivative contracts to confirm their orally entered contracts by written confirmations.

- The seventh chapter analyses some aspects of using the standardized documentation for the credit derivative contracts. The analysis of the standardized *ISDA Documentation* shows that this documentation has several purposes. The first purpose, that is common for all

standardised contracts, is rationalizing purpose and the conclusion is that this particular purpose has not been completely achieved by the standardized documentation that is used for the credit derivative contracts. The *ISDA Documentation* is very complicated and difficult for use even for lawyers who do not have experience in these transactions. The second purpose of the standardized documentation is to establish and stabilize the concept of this new type of contract and the conclusion is that this purpose has been achieved.

The analysis of the standardized documentation as a trade practice shows that the documentation for credit derivatives might be understood as an obligatory trade practice among some actors, especially among those actors who took part in its creation in the capacity of ISDA members. However, the documentation may not be generally understood as an obligatory trade practice, especially not among all actors who enter the credit derivative market for the first time.

- The eighth chapter analyses an issue that is called the financial institution's duty-of-care. This particular duty-of-care should be performed by the sophisticated party when entering a derivative contract with a less sophisticated counter-party. The duty-of-care includes a complete assessment of the counter-party's capacity, experience, and knowledge of a particular transaction. It is not always clear in which way the sophisticated party should act if the assessment of the less sophisticated counter-party shows that the counter-party does not understand the complexity of the transaction and the risk for loss connected with it. The duty-of-care of the sophisticated financial institution does not necessarily include a duty to advise the counter-party of the risks and other circumstances regarding the particular transaction. The duty-of-care may be performed by advising the less sophisticated counter-party to acquire the independent expert advice in some other way. The financial institution's duty-of-care is a legal principle that has been established in an English case and a similar case from the Swedish Supreme Court, both from 1995. This legal principle is characteristic for financial agreements and the purpose of this legal principle is to assess whether one part is inferior in relation to its counter-party when entering a financial contract.

- The ninth chapter analyses the independence of the credit derivative contract in relation to the underlying payment obligation, the trigger mechanism of the credit derivative contract, and using media and information technology for establishing if a Credit Event has occurred. The analysis shows that the independence of the credit derivative contract is different from the independence of some contracts that are also independent from the underlying payment obligation. The trigger mechanisms used in other independent types of contracts usually contain a high grade of one party's subjectivity since only one party of the contract has the right to decide whether or not to claim payment. The credit derivative contract has eliminated this subjectivity by using the media for establishing circumstances that trigger the payment obligation of the protection seller. The analysis also shows that using media for this purpose is not always safe since media may sometimes publish wrong information. Anyhow, this way of establishing if a Credit Event has occurred is safer than the subjective decision making of only one party to the contract.

- The tenth analyses is whether or not the credit derivative contract could be classified as a new type of contract. The credit derivative contract has been compared in this dissertation with four other contracts, and this comparison shows some significant differences between the credit derivative contract on one side and the credit insurance, suretyship, independent guarantee, and wagering on the other. Based on these differences, it has been concluded that the credit derivative contract is not identical with any of these contracts. It could also be

concluded that the credit derivative contract is a new type of contract in relation to these four types of contract. However, this conclusion is limited only to the comparison of the credit derivative contract with the four contracts named above.

The second part of the dissertation contains an analysis and conclusions on the following issues:

- The first chapter analyses some of the most important definitions in the *2003 ISDA Credit Derivatives Definitions*. The *Definitions* are a complicated document, 60 pages long, containing complicated contract mechanisms. One example of such a long and complicated definition is Bankruptcy, which is one of the most important Credit Events. The Bankruptcy definition is very comprehensive but it cannot cover all possible forms of bankruptcy in all jurisdictions where the reference entities may be placed. It is always possible that some strange form of ceasing of a company by reason of insolvency could be found in some jurisdiction and that such form of bankruptcy is not covered by the Bankruptcy definition. Even this analysis shows the complexity of the creation of a standardized contractual documentation intended for a global use.

- The second chapter analyses the development of definition of Restructuring in *ISDA Credit Derivatives Definitions*. This definition was included in *Definition's* version from 1999 and then was amended in the new version of *Definitions* that was published by ISDA in 2003. The reason for the amendment of the Restructuring definition was uncertainty regarding its interpretation and the definition of Deliverable Obligation. Currently, there are four various definitions of Restructuring which is quite complicated for the users of *ISDA Documentation*. The development of the Restructuring definition shows that *ISDA Documentation* is still in a development stage and that some new amendments can be made before its final stabilization. This development also shows that creating the standardized contractual documentation that will be used globally, like the *ISDA Documentation*, is not an easy task. Such a creation is influenced by national legislations, reactions at various regional markets, and some international rules like Basel II document.

- The third chapter analyses a weakness of the ISDA Master Agreement that regulates payments of the contractual parties in the case of an early termination of the agreement. The reasons for such early termination may be the breach of the contractual obligation of one party or the events that are out of control of the contractual parties. The payments of the parties in the case of an early termination were regulated on the 1992 version of ISDA Master Agreement in a way that caused several disputes regarding the interpretation of this provision. This was the reason for inclusion of a new provision on such payments in the 2002 version of the ISDA Master Agreement. It remains to be seen if this new provision will cause the same controversies and disputes as the previous one. Even this development shows the difficulties of the development of a standardized documentation of this type and confirms the conclusion that *ISDA Documentation* is still in a development stage.

- The fourth chapter analyses the provisions that regulate termination of the Master Agreement. Some of these provisions contain a number of general formulations that are created with intention to regulate various types of derivatives transactions, not only the credit derivatives contracts. This is the reason that some of these provisions are understood as issues of the general law of contract, not as specific issues connected to the credit derivative contracts. The purpose of some of these provisions is to enable a contractual party to terminate the Master Agreement following the early signs of the financial weakness of the

counter-party. Such provisions are typical for the international loan agreements but they could be applicable for the credit derivatives contracts as well.

- The fifth chapter analyses the latest development of *ISDA Documentation* for credit derivatives transactions that are related to an index of a number of underlying entities. Such credit derivatives transactions have been developed recently and they created some difficulties where *Physical Settlement* was agreed as a way of settlement. The ISDA protocols enabled the parties to amend their agreements from *Physical* to *Cash Settlement* in a procedure controlled by ISDA. Such phenomenon, where an international organization that created a standardized documentation, intervenes in the documentation's implementation among a large number of contractual parties is not usual within contract law. The analysis of this phenomenon shows that, due to the dynamic development of the international financial market, such standardized documentation needs to be updated quite often.

Finally, there are some conclusions about the credit derivative contract that are made in the concluding chapter of the dissertation. The first conclusion is that credit derivative contracts is highly dependent on its documentation. The documentation for credit derivatives is very comprehensive and the reason for this is the lack of other legal sources for regulation of this type of contract. The *ISDA Documentation* for credit derivatives is actually the main source of law where the rules on credit derivatives can be found. The documentation issues that have been analysed in this dissertation confirm the documentation's importance both for the practical implementation and for the research on the credit derivative contract.

The second conclusion about the credit derivative contract made in the concluding chapter of the dissertation is about the creation of *ISDA Documentation*. The creation of a standardized documentation intended for a global use is not a new phenomenon in law since some standardized documentations have been created before by various professional associations. However, the development and creation of *ISDA Documentation* for credit derivatives is significant because this process was completed in a very short period of time compared with some other similar projects. The reason for this could be an increased private-law making process that can be noticed in the globalized world, especially in globalized financial relations. The quick adjustment of *ISDA Documentation* to the changes in the financial world is also a significance that should be noticed.

KÄLLFÖRTECKNING

Adlercreutz A., Avtalsrätt I, 12 uppl., Lund, 2001

Adlercreutz A., Avtal – Lärobok i allmän avtalsrätt 11 uppl., Stockholm, 2000

Adlercreutz A., Avtalsrätt II, 5 uppl., Lund, 2001

Afrell L., Klahr H., Samuelsson P., Lärobok i kapitalmarknadsrätt, 2 uppl., Stockholm, 1998, (cit. *L. Afrell, H. Klahr, P. Samuelsson*)

Allen & Overy, Instructions to Counsel, London, 19 May 1997, (cit. *Allen & Overy, Instructions to Counsel*)

Allen & Overy, An Introduction to the Documentation of OTC Derivatives, London, May 2002

Andenaes M.H., Kontraktsvillkår, Oslo, 1989

Atiyah P. S., An Introduction to the Law of Contract, 5 uppl., Oxford, 1995, (cit. *P. S. Atiyah*)

Beale H.G., Bishop W.D., Furmston M.P., Contract Cases and Materials, 4 uppl., London, 2001

Bengtsson B., Försäkringsrätt, Några huvudlinjer, 3 uppl., Stockholm, 1987

Bennett H.N., Performance Bonds and the Principle of Autonomy, Journal of Banking Law, 1994, Nov.

Berggren H., Nya finansiella instrument – normer och aktörer, Nordisk Juristmöte 1996

Bergström S., Lenander G., Kredit och säkerhet, 7 uppl., Uppsala, 1997

Bergström S., Några problem rörande bankgaranti, Festskrift till H. Karlgren, Stockholm, 1964

Bergström S., Ogiltighet ur civilrättslig och skatterättslig synvinkel, Stockholm 1984 (cit. *S. Bergström*)

Bernitz U., Standardavtalsrätt, 6 uppl., Stockholm, 1993 (cit. *U. Bernitz*)

Bernitz U., Finna rätt, 8 uppl., Stockholm 2004

Bertrams R.F., Bank Guarantees in International Trade, The law and practice of independent (first demand) guarantees and standby letters of credit in civil law and common law jurisdictions, 2 uppl., Haag, 1996, (cit. *R.F.Bertrams*)

Bertrams R.F., Bank Guarantees in International Trade, 3 uppl., Haag, 2004

Blair W., Liability Risks in Derivatives Sales, Journal of International Banking Law, 1996, 11(1)

Brown C., Legal and Regulatory Aspects, publicerad som kap. 3 i I.Nelken, Implementing Credit Derivatives, Strategies and Techniques for Using Credit Derivatives in Risk Management, New York, 1999, (cit. *C. Brown*)

Chitty J., Chitty on Contracts, 28 uppl., London, 1999, (cit. *J. Chitty*)

Clancy P., ISDA falls short on successor rules, International Financial Law Review, July 2003

Coiley J., Not So Toxic: Understanding and Negotiating Insurance Transformer Transactions, Journal of International Banking Law, 2002, 17(8), (cit. *J. Coiley, Not So Toxic*)

Coiley J., New Documentation for a Changing Market, Journal of International Banking Law and Regulation, 2003, 18(4), (cit. *J. Coiley, New Documentation*)

Coleman E. A., Swaps, FX, and the 'Full Two-Way Payments' Fallacy, Journal of International Bank & Finance Law, May 1993

Collins H., The Law of Contract, 4 uppl., London, 2003

Dalman L., Några problem rörande first-demand garantier, Svensk juristtidning 1985, s. 196-198

Das S., Credit Derivatives and Credit Linked Notes, 2 uppl., Singapore, 2000, (cit. *S. Das*)

Das S., The CDO Market, FOW Derivatives Intelligence for the Risk Professional, No.393, February 2004

Deutsche Bank, Global Market Research – Derivatives, 2 May 2001, www.db.com, (cit. *Deutsche Bank*)

Dobson P., Charlesworth's Business Law, 16 uppl., London, 1997, (cit. *P. Dobson*)

Edwards S., The Law of Credit Derivatives, Journal of Banking Law, November 2004

Euromoney Publications, Credit Derivatives – Applications for Risk Management, London, 1998

European Commission – DG Competition, The report on market trends of private reinsurance in the field of credit insurance, 2004

Financial Law Panel, Credit Derivatives, The Regulatory Treatment - A Guidance Notice, London, May 1997, (cit. *Financial Law Panel*)

Financial Services Authority, Cross-sector risk transfers, Discussion paper, May 2002, www.fsa.gov.uk, (cit. *Financial Services Authority, Discussion paper, May 2002*)

Financial Services Authority, Feedback on Responses to Discussion Paper 11 on Cross-sector Risk Transfers, December 2002, www.fsa.gov.uk

Frome N., Brown C., Lessons from the Marconi restructuring, International Financial Law Review, September 2003

Gil A., Credit derivatives as an efficient way of transitioning to optimal portfolios, publicerad i Credit Derivatives – The Definitive Guide, Redaktör J.Gregory, London, 2003

Gooch A. C., Klein L. B., Documentation for Derivatives, 3 uppl., London, 1993, (cit. *A. C. Gooch, L. B. Klein*)

Goode R., Guide to the ICC Uniform Rules for Demand Guarantees (ICC Publication 510), Paris, 2000

Gorton L., Finansiella institutioners rådgivningsansvar – kommentarer i anslutning till nyare litteratur, Juridisk tidskrift 1998-99, s. 300-315

Gorton L., Garantiregler och rembursregler, Juridisk tidskrift 1993-94, s. 38-60

Gorton L., Redaktör, International Seminar The Breakdown of Public & Private Law Dichotomy in Commercial and Financial Law, Lund, 2003

Gorton L., On demand – garanti i svensk rätt – ett rättsfall, Juridisk tidskrift 2000-01, s. 526-536

Gorton L., Rembursrätt, Stockholm, 1980

Gorton L., Rättsliga ramar för internationella affärer – en översikt, Stockholm, 1993

Gorton L., Något om gränsdragningen mellan borgen och kreditförsäkring, Festskrift till Börje Dahl, Köpenhamn, 1994

Gorton L., Suretyship and guarantees – some Swedish viewpoints, Tidskrift utgiven av Juridiska föreningen i Finland, 2001

Gorton L. Rättsliga ramar för internationella affärer, en översikt, Stockholm, 1993

Gregory J., Redaktör, Credit Derivatives – The Definitive Guide, London, 2003

Grönfors K., Avtalslagen, 2 uppl., Stockholm, 1989, (cit. *K. Grönfors*)

Gupton G. M., Portfolio credit risk models, publicerad i Credit Derivatives – The Definitive Guide, Redaktör J.Gregory, London, 2003

Harding P.C., Mastering the ISDA Master Agreement, London, 2002 (cit. *P. C. Harding*)

Haubenstock M., Cossey P., Davies J., Risk management in a credit derivatives business, publicerad i Euromoney Publications, Credit Derivatives – Applications for risk management, London, 1998

Hellner J., Försäkringsrätt, 2 uppl., Stockholm, 1994, (cit. *J. Hellner*)

Hellner J., The Scope of Insurance Regulation: What is Insurance for Purposes of Regulation?, The American Journal of Comparative Law, 1963, Number 4, Vol. XII, (cit. *J. Hellner, The American Journal of Comparative Law*)

Hellner J., Speciell avtalsrätt II, Kontraktsrätt, 1 Häftet, Särskilda avtal, 3 uppl., Stockholm, 1996

Hellner J., Metodproblem i rättsvetenskapen, studier i förmögenhetsrätt, Visby, 2001

Henderson S. K., Regulation of swaps and derivatives: How and Why, Journal of International Banking Law, 1993, 8(9)

Henderson S. K., Credit Derivatives, publicerad i Credit Derivatives, Law, Regulation and Accounting Issues, Redaktör A.Hudson, London, 1999, (cit. *S. K. Henderson, Credit Derivatives*)

Henderson S. K., English cases dealing with settlement provisions of the ISDA Master Agreement, Journal of International Banking and Financial Law, June 2000

Henderson S. K., Henderson on Derivatives, London, 2003, (cit. *S. K. Henderson, Henderson on Derivatives*)

Herre J., G.Karnell, Check och växelrätt, Stockholm, 1992

Hudson A., Credit Derivatives, Law, Regulation and Accounting Issues, London, 1999, (cit. *A. Hudson, Credit Derivatives*)

Hudson A., Derivatives: Internal Controls for End-Users and Sellers, Company Lawyer, 1999, 20(2)

Hudson A., The Law on Financial Derivatives, 3 uppl., London, 2002, (cit. *A. Hudson, Law on Financial Derivatives*)

Hughes M., Areas of Legal Risk in Sovereign-Linked Credit Derivatives, publicerad i Credit Derivatives, Law, Regulation and Accounting Issues, Redaktör A.Hudson, London, 1999

Hughes M., Selected Legal Issues for Finance Lawyers, London, 2003

Ingvarsson T., Borgensliknande säkerhetsrätter, Stockholm, 2000, (cit. *T. Ingvarsson*)

Ingvarsson T. Spel och osedliga avtal, Svensk juristtidning, 2004

International Financial Law Review, Marconi reveals shortcomings of credit swap documents, International Financial Law Review, October 2002

International Swaps and Derivatives Association, 1999 ISDA Credit Derivatives Definitions, New York, 1999, (cit. *1999 ISDA Credit Derivatives Definitions*)

International Swaps and Derivatives Association, 2003 ISDA Credit Derivatives Definitions, New York, 2003, (cit. *2003 ISDA Credit Derivatives Definitions*)

International Swaps and Derivatives Association, User's Guide to the 1992 ISDA Master Agreement, New York, 1993, (cit. *User's Guide to the 1992 ISDA Master Agreement*)

International Swaps and Derivatives Association, User's Guide to the 2002 ISDA Master Agreement, New York, 2003, (cit. *User's Guide to the 2002 ISDA Master Agreement*)

International Swaps and Derivatives Association, New York, www.isda.org

Jakeways J., The Legal nature of Credit Derivatives, publicerad i Credit Derivatives, Law, Regulation and Accounting Issues, Redaktör A. Hudson, London, 1999, (cit. *J. Jakeways*)

James S., The Law of Derivatives, London, 1999, (cit. *S. James*)

Jansson P-O, Sanning och myt kring kapitalmarknadens avreglering, JT 1995-96:4

Johansson S., Options- och terminsavtal, En rättslig studie av handeln med standardiserade derivativa instrument, Stockholm, 2000, (cit. *S. Johansson*)

Karlgren H., Ett gammalt tvisteämne; Nullitet och angriplighet, Festskrift till Henry Ussing, Köpenhamn, 1951

Keenan D., Riches S., Business Law, 5 uppl., London, 1998

Kleineman J., Lender Liability – ett skadeståndsrättslig perspektiv på 1900-talets finansiella kris, Juristtidning 1992-93 (cit. *J. Kleineman, Lender Liability – ett skadeståndsrättslig perspektiv på 1900-talets finansiella kris*)

Koffman L., Macdonald E., The Law of Contract, 5 uppl, London, 2004

Krüger K., Norsk kontraktsrett, Bergen, 1989

Lawless J., Irish legal issues affects credit derivatives, International Financial Law Review, September 1998

Lehrberg B., Avtalsrättens grundelement, Uppsala, 2004

Lehrberg B., Praktisk juridisk metod, 3 uppl., Uppsala, 1996

Lenon A, Early termination Payments Under the 1992 ISDA Master Agreement, Journal of International Banking Law, 16(3), 2001 (cit. *A.Lenon*)

Lucas D., Thomas A., Nth to default swaps and notes: all about default correlation, publicerad i Credit Derivatives – The Definitive Guide, Redaktör J.Gregory, London, 2003

Lycke J. Flera riskfaktorer gör kreditderivat explosive, Dagens industri den 10 juni 2006, s.3

Lycke J., Runesson E.M., Swahn M., Ansvar vid finansiell rådgivning, Stockholm, 2003, (cit. *J. Lycke, E. M. Runesson, M. Swahn*)

Marshall L., ISDA's role in the credit derivatives marketplace, publicerad i Credit Derivatives – The Definitive Guide, Redaktör J.Gregory, London, 2003

Marshall L., Credit Default Swaps and the Issue of Restructuring: Documentation, Market Practice and Risk Management, The RMA Journal – The Official Magazine of Risk Management Association, May 2003, (cit. *L. Marshall*)

McKendrick E., Contract Law, Text Cases and Materials, Oxford, 2003

McKendrick E., Contract Law, 5 uppl, Basingstoke, Hampshire, 2003

McMeel G., Virgo J., Financial Advice and Financial Products, Law and Liability, Oxford 2001

Millqvist G., Rättslig kontroll av borgensåtagande genom avtalstolkning, Svensk Juristtidning 1990:4, (cit. *G. Millqvist, Rättslig kontroll av borgensåtagande*)

Moody's Investors Service, Understanding The Risks In Credit Default Swaps – Special Rapport, 16 March 2001, www.moody.com, (cit. *Moody's*)

Morgan Stanley, Fixed Income Research, Credit Derivatives Strategy, September 2002, www.morganstanley.com

Månsson F., Redaktör P-U Andersson, Värdepapperisering – Securitisation, Stockholm, 1995

Mörner A. V., Swappar – några juridiska aspekter, Juridisk tidskrift 1996-97

Nelken I., Implementing Credit Derivatives, Strategies and Techniques for Using Credit Derivatives in Risk Management, New York, 1999, (cit. *I. Nelken*)

Norton J. J., Shams H. M., The Public – Private Law Dichotomy/Interconnection: The Public/Private "Partnership" in Modern Banking Regulation, publicerad i International Seminar The Breakdown of Public & Private Law Dichotomy in Commercial and Financial Law, Redaktör L.Gorton, Lund, 2003 (cit. *J. J. Norton, H. M. Shams*)

O'Connel E., Boggiano K., Understanding Isda's credit derivatives rules, International Financial Law Review, August 2003, (cit. *E. O'Connel, F. Boggiano*)

Olsson C., Verkan av avtalsklausuler i standardformulär. Förhandlingarna å det tjugoförsta Nordiska Juristmötet i Helsingfors den 22-24 augusti 1957, Bilaga VI, Vammala, 1959

Petkovic D., Derivatives and the Banker's Duties of Care, International Banking and Financial Law, 1996, 14(9), (cit. *D. Petkovic, Derivatives and the Banker's Duties of Care*)

Potts R., Credit Derivatives, Opinion, London, 24 June 1997, (cit. *R. Potts*)

Pünder, Vollhard, Weber & Axter, Frankfurt, Capital burden relief through credit derivatives, International Financial Law Review, November 1998

Ramberg C., Kontraktstyper, Stockholm, 2005

Ramberg J., Standardavtal med kommentar till 1994 års avtalsvillkorslag, Supplement till Allmän avtalsrätt, Stockholm 1995 (cit. *J. Ramberg, Standardavtal*)

Ramberg J., International Commercial Transactions, 3 uppl., Stockholm, 2004

Ramberg J., Ramberg C., Allmän avtalsrätt, 6 uppl., Stockholm, 2003, (cit. *J. Ramberg, C. Hultmark*)

Reoch R., Credit derivatives: the past, the present and the future, publicerad i Credit Derivatives – The Definitive Guide, Redaktör J.Gregory, London, 2003

Ross M., Davies C., Credit Derivatives and Insurance – A World Apart, Norton Rose, Alternative Risk Transfer, Articles by Maria Ross and Cheryl Ronaldson, Edition V, London, 2001, (cit. *M. Ross, C. Davies*)

Rosén J., Upphovsrättens avtal; kännemärken och rättsregler, Stgoekholm, 1998

Sandgren C., Patentlicenser, Stockholm, 1974

Schmidt F., Typfall, partsavsikt och partsculpa, riktpunkter för avtalstolkning, Svensk Juristtidning, 1959

Steinherr A., Derivatives, The Wild Beast of Finance, Chichester, 2000

Swolin H., Självständiga bankgarantier, Redaktör Lars Gorton, Lund, 2004

Tamm D., Romersk rätt och europeisk rättsutveckling, 2 uppl., Stockholm, 1993

Taylor F., Mastering Derivatives Markets, 2 uppl., London, 2000, (cit. *F. Taylor*)

Tavakoli J. M., Credit Derivatives & Synthetic Structures, New York, 2001, (cit. *J. M. Tavakoli*)

Taxell L.A., Avtal och rättsskydd, Åbo, 1972

Tegin Å., Kredithandboken, 2 uppl., Stockholm, 1997

Tjåum A., Valuta- och renteswaper, Oslo, 1996

Travers Smith Braithwaite, London, Supervisory treatment of credit derivatives, *International Financial Law Review*, October 1998

Treitel G. H., *The Law of Contract*, 9 uppl., London, 1995, (cit. *G. H. Treitel*)

Vahlén L., *Om slutande av avtal (i teori och praxis)*, Lund, 1964

Vahlén L., *Avtal och tolkning*, Stockholm, 1960

Varotsis P., *Credit derivatives: a revolution in the financial markets*, publicerad i *Euromoney Publications, Credit Derivatives – Applications for risk management*, London, 1998

Walin G., *Borgen och tredjemanspant*, 2 uppl., Stockholm, 1996, (cit. *G. Wallin, Borgen*)

Wetterstein P., *Säljarens garantiutfästelser vid lösöreköp*, Åbo, 1982

Whiteley C., *Credit Derivatives – Documentation and legal issues*, publicerad i *Das S., Credit Derivatives and Credit Linked Notes*, 2 uppl., Singapore, 2000, (cit. *C. Whiteley*)

Wilhelmsson T., *Standardavtal*, 2 uppl., Helsingfors, 1995

Wood P. R., *International Loans, Bonds and Securities Regulation*, London, 1995, (cit. *P. R. Wood, International Loans*)

Yates D., Hawkins A.J., *Standard Business Contracts: Exclusions and Related Devices*, London, 1986

Ylöstalo M., *Något om behöriga förfaranden i samband med "on-first demand" bankgarantier*, Festskrift till Henrik Hessler, Stockholm, 1985

Offentligt tryck

prop. 1948:50 Lag om försäkringsrörelse

prop. 1962:10 Brottsbalken

prop. 1981/82:180 till försäkringsrörelselag (1982:713)

prop. 1993/94:182 Ny lotterilag

prop. 2002/03:139 till lag (2004:297) om bank- och finansieringsrörelse

SOU 1938:17 Betänkande med förslag till lotteriförordning m.m.

SOU 1946:34 Försäkringsutredningen - Förslag till lag om försäkringsrörelse

SOU 1987:58 Försäkringsverksamhet i framtiden

SOU 1989:88 Skadeförsäkringslag

SOU 1993:114 Konto, clearing och avveckling

Svenska rättsfall

NJA 1900:233
NJÄ 1912:45
NJÄ 1920:280
NJÄ 1921:151
NJÄ 1924 s.75
NJÄ 1953 s.99
NJÄ 1958 s.536
NJÄ 1961 s.192
NJÄ 1978 s.432
NJÄ 1980 s.1
NJÄ 1980 s.46
NJÄ 1989 s.185
NJÄ 1989 s.269
NJÄ 1989 s.768
NJÄ 1991 s.277
NJÄ 1992 s.168
NJÄ 1992 s.299
NJÄ 1992 s.351
NJÄ 1993 s.163
NJÄ 1994 s.381
NJÄ 1995 s.367
NJÄ 1995 s.693
NJÄ 1996 s.560
NJÄ 1997 s.93
NJÄ 1997 s. 524
NJÄ 1997 s.813
NJÄ 1998 s. 852
NJÄ 2001 s.191
NJÄ 2002 s.322
NJÄ 2002 s. 244
NJÄ 2004 s.682

RÅ 1990 ref.32

Hovrätten över Skåne och Blekinge mål. T 129-98 meddelad den 22 oktober 1999

Svea Hovrätt T 9968-04

Engelska rättsfall

Anderson v. Morice [1876] 1 App. Cas 713

Bankers Trust International plc. v. PT Dharmala Sakti Sejahtera [1995] 4 Bank. L.R. 382
QBD (Comm Ct)

Bolivinter Oil S.A. v. Chase Manhattan Bank N.A. [1984] 1 Lloyd's Rep. 251

British Crane Hire v. Ipswich Plant Hire Ltd [1975] Q.B. 303, C.A.
 Buchanan v. Faber [1899] Com.Cas
 Carlill v. The Carbolic Smoke Ball Company [1892] 2 QB 484, 490-491
 Castellain v. Preston [1883] 11 Q.B.D. 380
 Cator v. Great Western [1873] L.R. 8 C.P. 552
 cf. Gould v. Curtis [1913] 3 K.B. 84
 Chapleton v. Barry UDC [1940] 1 KB 532
 City Index v. Leslie [1992] 1 QB 98, 112
 Co-operative Centrale Raiffeisen Boerenleebank BA v. Sumitomo Bank Ltd. (The Royan) [1988] 2 Lloyd's Rep. 250
 Crowley v. Cohen [1832] 3 B.& Ad. 478, 485
 Dalby v. India and London Life [1854] 15 C.B. 365
 Deutsche Bank AG v. ANZ Banking Group Ltd, QBD, den 28 maj 1999
 Deutsche Genossenschaftsbank v. Burnhope [1995] 1 WLR 1580
 Edward Owen Engineering Ltd. V. Barclays Bank International Ltd. And Another [1978] Q.B. 159
 Elcock v. Thomson [1949] 2 K.B. 755
 Foley v. Hill (1848) 2 HL Cas 28, 9 ER 28
 Forget v. Ostigny [1895] AC 318, 323
 Fuji Finance Inc. v. Aetna Life Insurance Co. Limited [1994] 4 ALL ER 1025
 Gibson Greetings v. Bankers Trust Co (CV No C-1-94-620, SD Ohio)
 Goldsworthy v. Brickell [1987] Ch 378
 Goole Steam Towing Co. v. Ocean Marine [1928] 1 K.B. 589, 594
 Hoff v. De Rougemont [1929] 34 Com.Cas 291
 Inglis v. Stock [1855] 10 App.Cas. 263, 270, 274
 Interphoto Picture Library Ltd. v. Stiletto Visual Programmes Ltd. [1989] QB 433, C. A.
 Intraco Ltd. v. Notis Shipping Corp. Of Liberia (The Bhoja Trader) [1981] 2 Lloyd's Rep. 256
 Kendall (Henry) & Sons (A Firm) v. William Lillico & Sons Ltd [1969] 2 A.C. 31, H.L.
 Law v. London Indisputable Life Policy Co. [1855] 1 K.&J.223
 Leppard Excess Insurance Co.Ltd [1979] 2 Lloyd's Rep. 91, 95
 Lewis v. Rucker [1761] 2 Burr 1167, 1171
 Lucena v. Crauford [1806] 2 B.&P. N.R. 269
 Macaura v. Northern Assurance [1925] A.C. 619
 Mackenzie v. Whitworth [1875] L.R. 10 Ex. 142 148
 Maurice v. Goldsborough Mort [1939] A.C. 452, 461
 Menzies v. North British [1847] 9 D.(Ct. Of SeSS) 694
 Moran Galloway v. Uzielli [1905] 2 K.B. 555, 562, 563
 Morgan Grenfell v. Welwyn & Hatfield District Council; Islington Borough Council (Third Party), [1995] 1 All ER 1
 Nomura International Plc v. Credit Suisse First Boston International, Case 2002, Folio 545, High Court of Justice Queen Bench Division Commercial Court, West Law International 933569
 Peregrine Fixed Income Ltd (in liquidation) v. Robinson Department Store Public Co Ltd (Commercial Court, Claim No 2000 – Folio 277), (2000) Lloyd's Rep Bank 304, [2000] CLC 1328
 Powercor Australia Ltd v Pacific Power [1999] VSC 110, BC9907547
 Procter & Gamble Co v. Bankers Trust 925 F Supp 1270 (SD Ohio 1996)
 Prudential Insurance Company v. Inland Revenue Commissioners [1904] 2 K.B. 658
 R.D. Harbottle (Mercantile) Ltd. V. National Westminster Bank Ltd. [1977] 2 All E.R.

Re Gieve [1899] 1 QB 794, 798
 Re Wright and Pole [1834] 1 A.&E. 621
 Rogerson v. Scottish Automobile and General [1930] 47 T.L.R. 46,47
 Royal Boskalis Westminster NV v. Mountain [1997] 1 Lloyd's Rep 633
 Stockdale v. Dunlop [1840] 6 M. & W. 224
 Thames & Marsey Marina v. Gunford [1911] A.C. 529
 Theobald v. Railway Passengers [1854] 10 Exch. 45
 Tomlison (Hauliers) Ltd. v. Hepburn [1966] A.C. 451
 United City Merchants (Investments Ltd. V. Royal Bank of Canada [1983] 1 A.C. 168
 Universal Stock Exchange v. Strachan [1896] AC 166, 171, 173
 Vandepitte v. Preferred Accident [1933] A.C. 70, 80
 Waterkeyn v. Eagle Star [1920] 5 Ll.L.Rep. 42,43
 Welsh Development Agency v. Export Finance Co [1992] BCLC 270, 280-281 och 302
 Wilson v. Jones [1867] 2 Ex 150
 Wolf v. Horncastle [1798] 1 B.&P. 316,323