

Mezzanine – en efterställd fordring

En utredning av rättsliga förutsättningar vid obestånd för fordringsmezzanine

Linn Hansson*

Anna Sundell**

November 2006

Abstract

Mezzanine is a collective term for hybrid instruments on the leveraged finance market, offered as an alternative to traditional debt. As a hybrid, mezzanine combines elements of debt and equity financing. Mezzanine appears, in its most common shape, as subordinated to the senior debt, but ranks higher than pure equity. Reminiscent of security interests, the main importance of subordination is upon the default of the borrower. Therefore, the aim of the thesis is partly to investigate the legal prerequisites for a solid subordination of mezzanine financing, and partly to explain the consequences of subordination in a default. By defining three main aspects of a solid subordination and by stating different methods of how to create subordination in contracts or by structural means, the thesis intends to increase the awareness of legal pitfalls seen in court cases and on the market. The thesis concludes that the intercreditor agreement, hence turnover subordination, is important, in order to achieve a solid subordination. Furthermore, a better knowledge of the associated legal risks could emerge the instrument further and imply a use within new areas.

Keywords: contracts, default, hybrids, insolvency, intercreditor agreement, leveraged buy out, mezzanine, priority, securities, subordination, subordinated debt, syndicated loans

*19568@student.hhs.se

**19304@student.hhs.se

Handledare:	Erik Nerep, Professor i svensk och internationell handelsrätt
Framläggning:	27 November 2006, kl. 08.00-10.00
Sal:	349
Opponent:	Nils Rådström, 19504
	Oscar Sehlberg Westergård, 19389

Förord

Vi vill rikta ett stort tack till vår handledare Erik Nerep som har ställt upp med sin tid och givit oss värdefulla synpunkter under uppsatsens gång. Vidare är vi tacksamma för all hjälp som vi har fått genom intervjuer. Samtliga personer har varit till stor hjälp för vår förståelse av marknaden och problematiken som kan uppstå vid mezzaninefinansiering. Vi vill även tacka familj och vänner för genomläsning av uppsatsen och för andra kommentarer på vårt arbete.

Stockholm, i november 2006

Linn Hansson och Anna Sundell

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1	INLEDNING.....	4
1.1	Syfte	5
1.2	Avgränsning	6
1.3	Metod.....	7
1.4	Terminologi	8
2	FÖRETAGSFINANSIERING	9
2.1	Aktiebolags finansieringsmöjligheter.....	9
2.2	Lånestruktur vid stora transaktioner	11
3	FORDRINGSMEZZANINE	13
3.1	Vad är Mezzanine?	13
3.1.1	En aktiebolagsrättslig kommentar.....	15
3.2	Fordringsmezzanine – efterställda lån.....	16
4	FORDRINGSMEZZANINE I AVTAL.....	18
4.1	Lånedokumentation.....	18
4.1.1	Mezzaninelåneavtal.....	19
4.1.2	Intercreditoravtal.....	21
4.2	Efterställningsvillkor i praxis och doktrin.....	23
4.2.1	Kontraktuell efterställning	23
4.2.1.1	Gäldenärsavtal	23
4.2.1.1.1	NJA 2003 s. 128	24
4.2.1.2	Borgenärsavtal.....	25
4.2.1.2.1	NJA 1997 s. 382	26
4.2.2	Strukturell efterställning	28
5	FORDRINGSMEZZANINE VID OBESTÅND.....	29
5.1	Förmånsrätt	29
5.2	Obeståndsrätt.....	33
5.2.1	Förfarande vid insolvens.....	33
5.2.2	Förfarande vid solvens.....	35
5.3	Några särskilda rättsfrågor	35

6	AVSLUTNING	37
6.1	Sammanfattning.....	37
6.2	Författarnas kommentar.....	38
7	KÄLL- OCH LITTERATURLISTA.....	41
7.1	Juridiska rättskällor.....	41
7.1.1	Lagtext	41
7.1.2	Förfaranden	41
7.1.3	Rättsfall.....	42
7.1.4	Doktrin.....	42
7.1.4.1	Artiklar	42
7.1.4.2	Böcker	42
7.1.4.3	Uppsatser.....	44
7.2	Andra källor	44
7.2.1	Rapporter	44
7.2.2	Intervjuer.....	44
7.2.3	Internet	45
7.2.4	Övrigt.....	45

1 Inledning

Finansiering av aktiebolag sker huvudsakligen genom eget kapital och lån. Under de senaste åren har ett mellanting – mezzanine – blivit ett attraktivt alternativ på den internationella finansmarknaden. Ordet mezzanine kommer från italienskans mezzanino som betyder mellanvåning. Ett mezzaninelån är följaktligen en finansieringsform som på olika sätt kombinerar eget kapital och lån. Vad som karaktäriserar finansieringsformen är främst efterställningen till andra lån i bolaget vilket innebär bland annat en andraprioritet¹ vid obestånd till ställda säkerheter. Mezzaninelån som således är mer riskfyllda än lån med förstaprioritet (seniorlån) har en högre avkastning än lån i allmänhet. Mezzaninelån kan även förenas med potentiell konvertering till aktier.

Den form av mezzaninefinansiering som idag är frekvent har sitt ursprung i åttiotalets amerikanska *management buyouts*, MBOs. Tidens höga multiplar och stigande börsvärde förde med sig att utköpen för företagsledningen blev kostsamma. När företagsledningen inte kunde tillskjuta tillräckligt höga nivåer av eget kapital för att skuldsättningsgraden skulle accepteras av de traditionella långgivarna (bankerna) efterfrågades nya finansieringsformer. Mezzaninefinansiering utvecklades för att tillgodose det ökade lånebehovet.² Mezzaninemarknaden har sedermera vuxit och etablerats som finansieringsform även i Europa. Under det första halvåret 2006 noterade Fitch Ratings sex miljarder Euro i mezzaninefinansiering i Europa vilket är en ökning med 214 procent jämfört med samma period 2005. Under helåret 2005 var storleken på mezzaninemarknaden 10,7 miljarder Euro. I takt med den fortsatt höga tillväxttakten, god lönsamhet i företagen, låga obeståndsnivåer samt hög likviditet på den globala marknaden förväntas mezzaninemarknaden under helåret 2006 att ha en fortsatt god tillväxt.³

Mezzaninefinansiering har en rad fördelar jämfört med traditionella finansieringsformer eftersom den inkorporerar fler investerare i transaktionen och således innebär en större tillgång på kapital. Mezzaninefinansiering kan utnyttjas av såväl små och medelstora företag, som av stora

¹ Även kallad andrahandsprioritet. Eftersom prioritet i tredje och fjärde ordningen kan förekomma men då det språkligt anses felaktigt att uttryck en tredje eller fjärde hand används för korrekt vokabulär andraprioritet.

² Wiklund.

³ Fitch Ratings, July 2006.

internationella koncerner. Mest frekvent är dock användningen av mezzaninefinansiering i större transaktioner, som till exempel utköp från börsen. Den höga skuldsättningsnivån som dagens transaktioner innebär är möjlig på grund av den låga räntan samt den ökade konkurrensen och framflyttade positioner på marknaden.⁴ Det innebär att företags lånestrukturer ser annorlunda ut och nya instrument så som mezzanine får ett större utrymme. Stora positioner och höga skuldsättningsnivåer kan lägga grunden för framtida kreditförluster om kreditbedömningen inte underbyggs med adekvata analyser av tillräckligt hög kvalitet. Under de senare åren har företagens skuldsättningsgrad samt den totala upplåningen på kreditmarknaden ökat. Orsaken torde vara företagens förbättrade betalningsförmåga som en följd av ökade vinstnivåer. Dessutom har avregleringen på den svenska kreditmarknaden fört med sig fler internationella aktörer vilket har inneburit en högre konkurrens på marknaden.⁵

1.1 Syfte

Trots mezzaninemarknadens storlek och tillväxt är begreppet idag relativt obehandlat och ytterst lite information finns att tillgå. Mezzanine som begrepp innefattar en rad olika instrument och det tillkommer ständigt nya, vilket medför att marknaden är svår att bilda sig en uppfattning om. Detta kan vara ett av skälen till avsaknaden av information. I takt med en ökad användning av mezzaninefinansiering i transaktioner på den svenska marknaden ökar efterfrågan på information rörande begreppets karaktär och dess risker, särskilt då aktörer på marknaden ej verkar vara fullt insatta i de juridiska aspekterna beträffande finansieringsformen. Att en solid efterställning skapas är av stor vikt för att säkerställa syftet med transaktionen så att mezzaninelånet får den eftersträlvade sekundära prioriteten. En redogörelse för de rättsliga förutsättningarna för mezzaninefinansiering skulle medföra en ökad kunskap och acceptans för finansieringsformen. ***Uppsatsens syfte är således att juridiskt utreda förutsättningarna för en solid efterställning vid mezzaninefinansiering samt efterställningens betydelse vid obestånd.***

⁴ Wiklund. Se även Sveriges Riksbank, Finansiell stabilitet s.12 för diskussion om kreditinstituts framflyttade positioner.

⁵ McKinsey, s. 28.

1.2 Avgränsning

Den stora variationen av mezzanineinstrument medför en stor skillnad i hur instrumenten regleras och således vilka risker som är förknippade med dem. I uppsatsen har vi valt att fokusera på det i Sverige vanligaste instrumentet, fordringsmezzanine, som symboliseras av ett efterställt lån utan egentlig karaktär av eget kapital. Finansieringsformen är en viktig del av ”hysten” på lånemarknaden idag eftersom den möjliggör höga skuldsättningsnivåer. Exempel på transaktion med en hög skuldsättningsnivå är en *leveraged buyout (LBO)*.⁶ Mezzanine kan även förekomma i andra transaktioner men eftersom LBOs dagligen behandlas i affärspressen anser vi detta vara en intressant utgångspunkt. Observera dock att vad som gäller mezzanine i denna uppsats kan vara tillämpligt även i andra transaktioner än LBOs.

Uppsatsen utreder fordringsmezzanine, det vill säga en typ av privat mezzanineinstrument varför företags egna utgivna instrument, företagshybrider, inte kommer att belysas. Företagshybrider är exempel på publika mezzanineinstrument. Banker och fonder erbjuder privata mezzanineinstrument och är således borgenärer. Uppsatsen kommer att ha ett borgenärsperspektiv och gäldenärens position kommer inte att behandlas i första hand. Vidare kommer riktad efterställning, efterställning till viss borgenär, att vara fokus i uppsatsen även om allmän efterställning, till hela borgenärskollektivet, kommer att behandlas till viss del. Riktad efterställning utgör normen vid större högt belånade transaktioner och förklarar således vår inriktning i detta hänseende.

Uppsatsen syftar inte till att fungera som ett hjälpmedel för värdering av företag med mezzaninelån i kapitalstrukturen, utan istället till att ge ekonomer en introduktion till de rättsliga förutsättningarna för fordringsmezzanine vid obestånd. Mezzanine som instrument får inverkan på skatte- såväl som redovisningsrättsliga områden. Uppsatsen ämnar utreda de obeståndsrättsliga konsekvenserna för mezzaninefinansiering samt förutsättningarna för en solid efterställning, varför varken skatte- eller redovisningsfrågor kommer att behandlas i uppsatsen.

⁶ En MBO är en typ av LBO.

1.3 Metod

Uppsatsen är av deskriptiv och analyserande karaktär. I större delen av uppsatsen har vi utgått från traditionell juridisk metod. Det innefattar studier av de fyra rättskällorna; lagtext, förarbeten, praxis och doktrin. Då enbart lite information om ämnet finns att tillgå, samt att viss osäkerhet rörande rättsläget har urskönjts, har det varit nödvändigt att söka material utifrån andra källor än vid traditionell juridisk metod. I vår analys har det varit av betydande värde att inkludera empiriska studier så som intervjuer med olika aktörer på marknaden; banker, fonder och advokatbyråer. Utöver detta har vi även inhämtat publicerad information från ratinginstitut, investmentbanker och affärspress.

Eftersom mezzanine som finansieringsform inte är beskrivet i större utsträckning i de juridiska rättskällorna har det varit av stor vikt att bena ut problematiken för finansieringsformen, för att stegvis kunna beskriva förutsättningarna för mezzaninefinansiering vid obestånd.

Uppsatsen inleds, i kapitel 2, med en beskrivning av olika finansieringsmöjligheter för aktiebolag, en kort överblick av den svenska kreditmarknaden samt beskrivning av en typisk lånestruktur vid stora transaktioner. För att få en förståelse för vad mezzaninebegreppet innefattar inleds kapitel 3 med en generell beskrivning av olika mezzanineinstrument. Vidare beskrivs fordringsmezzanines karaktär som efterställt lån. Vi har även funnit det relevant att i detta avsnitt inkludera en aktiebolagsrättslig kommentar som belyser problem som kan uppstå vid gränsdragningen av mezzanineinstrument. Information till kapitel 3 har inhämtats främst från investmentbankers rapporter samt intervjuer med olika aktörer på marknaden. Den aktiebolagsrättsliga kommentaren utgår från lagtext och juridisk doktrin. Kapitel 4 utreder fordringsmezzanines efterställning i avtal samt belyser hur praxis och doktrin har behandlat efterställningsvillkoren i dokumentationen för att skapa förståelse till hur en solid efterställning bör utformas. Vi har i detta kapitel framförallt utgått ifrån standardiserade avtal som utgör normen på marknaden för hur lånedokumentationen i större transaktioner utformas. Som stöd till avtalen har intervjuer genomförts för att exemplifiera tillvägagångssättet i dokumentationen. I kapitel 5 redogörs för hur en solid efterställning behandlas i förmånsrätten vid obestånd. Detta kapitel utgår alltså från att en solid efterställning har uppnåtts. Denna del utgår främst från traditionell juridisk metod. Slutligen sammanfattar och kommenterar vi mezzaninefinansiering i

kapitel 6. I författarnas kommentar berörs marknadens nuvarande läge och vikten av att inkorporera de legala riskerna i den ekonomiska analysen.

1.4 Terminologi

Uppsatsen innehåller många facktermer. Vi har valt att förklara dessa löpande i texten för att på så sätt göra texten mer lättläst. Stor del av den specifika terminologin saknar adekvat svensk översättning varför vi har valt att behålla de engelska termerna. Dessa ord kommer dock att vara kursiverade. Förkortningar i texten förklaras löpande.

2 Företagsfinansiering

Kapitlet beskriver olika finansieringsmöjligheter för aktiebolag, ger en kort överblick av den svenska kreditmarknaden samt beskriver en typisk lånestruktur vid stora transaktioner. Kapitlet syftar till att ge en grundläggande förståelse samt har betydelse för den avslutande diskussionen i uppsatsen.

2.1 Aktiebolags finansieringsmöjligheter

Aktiebolag kan finansieras genom internt och externt kapital. Företaget kan tillskjutas internt kapital från aktieägare vid företagets grundande eller genom tillskott vid exempelvis emissioner. Aktier är en form av internt kapital och enligt aktiebolagslagen (ABL) skapas en aktie vid bildandet av ett bolag, eller genom ökning av aktiekapitalet, utgivning av nya aktier eller vid lån utformade som konvertibler eller teckningsoptioner.⁷ Aktieägarna har rätt till del av företagets vinster, dels genom utdelning och dels genom att det egna kapitalet ökar med vinsten som genereras i företaget.⁸ Avkastningskravet står i relation till den ökade risken som dessa investerare tar eftersom de vid obestånd är de sista som får tillbaka satsat kapital. Faller finansieringsformen utanför ovanstående definition av vad som klassificeras som aktiekapital utgör finansieringsformen ett lån, och skall ses som externt kapital hos företaget.⁹ Externt kapital medför inga ägar rättigheter.¹⁰

Vilken typ av finansiering som används i en näringsverksamhet är oftast beroende av vilken fas i levnadscykeln företaget befinner sig i. Ett nystartat bolag finansieras vanligtvis genom att grundaren själv investerar pengar i verksamheten, eftersom riskerna i företaget är för höga för att attrahera externt kapital. När tillväxten är hög i ett företag är kapitalbehovet stort. Företaget kan då behöva ytterligare kapital utöver vad den organiska tillväxten genererar.¹¹ Utökas aktiekapitalet urholkas dock existerande aktieägars andel. Externt kapital¹² påverkar däremot inte ägardistributionen och kan många gånger vara en fördelaktig finansieringskälla, särskilt

⁷ ABL 2 och 11 kap.

⁸ Sandeberg, s. 145.

⁹ Fritz & MacArthur, s. 25.

¹⁰ Ericsson, s. 41.

¹¹ För ytterligare läsning om företags finansiering se till exempel Broomé, Elmér, & Nylén.

¹² Externt kapital kommer fortsättningsvis benämnas som lån.

eftersom räntebetalningarna på lånen är skattemässigt avdragsgilla.¹³ Företag erhåller lån främst av banker och finansiella institutioner på den svenska kreditmarknaden.¹⁴ Banker och kreditgivare är bundna framförallt av lag om bank- och finansieringsrörelse (bankrörelselagen) och lagstadgade riskbedömningar om kapitaltäckning, de så kallade Basel-reglerna. Vid årsskiftet införs nya kapitaltäckningsregler, Basel II, med syfte att uppnå ökad stabilitet i finanssektorn genom en förbättrad genomlysning och riskhantering i företagen.¹⁵

Det vanligaste företagslånet är reverslånet, vilket innebär att gäldenären, låntagaren, skriver under en skriftlig förbindelse och därefter får den avtalade lånesumman.¹⁶ Skriftliga förbindelser av företaget som erhåller krediten utgör skuldebrev, vilket regleras i skuldebrevslagen (SkbrL).¹⁷ I bankrörelselagen ställer lagstiftaren krav på att endast bevilja krediter om förpliktelseerna på goda grunder kan förväntas bli fullgjorda.¹⁸ För att uppfylla detta krav erfordrar borgenärer säkerhet i gäldenärens egendom. I princip kan allt som har ett ekonomiskt värde användas som säkerhet. Säkerheterna rangordnas i förmånsrättslagen (FRL). Säkerheter ställs i form av pant i fast eller lös egendom eller i form av borgen. Förenklat innebär pant att borgenären har rätt till den aktuella tillgången om gäldenären råkar i obestånd och inte kan betala tillbaka sin skuld till borgenären. Borgen innebär att tredje man garanterar återbetalning vid gäldenärens obestånd. Dock är borgen som säkerhet beroende på tredje mans ekonomiska ställning.¹⁹

Ett bolag kan dock inte ta upp alltför mycket lån. Det finns en gräns hur mycket företaget klarar av att betala i form av ränta och amorteringar. Dessutom har de traditionella finansiärerna restriktioner på skuldsättningsgraden hos gäldenären.²⁰ När varken eget kapital eller utökade banklån är möjliga alternativ, uppkommer efterfrågan på alternativa finansieringsmetoder, till exempel mezzaninefinansiering.

¹³ Hur fördelaktigt detta är beror bland annat på aktuell skattesats. Mer information om beräkning av företags kapitalkostnad se Brealey & Meyers, s. 222 ff.

¹⁴ Bergström & Lennander, s. 11 ff. För mer information om den svenska kreditmarknaden se Sveriges Riksbank, Finansmarknaden.

¹⁵ Finansinspektionen, s. 2.

¹⁶ Bergström & Lennander, s. 18.

¹⁷ Penninglån eller försträckning i penningar, som är den ursprungliga juridiska benämningen, regleras även i HB 9 kap. De ursprungliga paragraferna är dock till stor del upphävda genom tillkomsten av bland annat SkbrL som analogt kan användas på fordringar (Bergström & Lennander samt Nerep, föreläsning).

¹⁸ Bankrörelselagen 8:1. Jfr 2:13 i Gamla bankrörelselagen som krävde "betryggande säkerheter".

¹⁹ Folkesson, s. 63 ff.

²⁰ Credit Suisse, No. 42, s. 4.

2.2 Lånestruktur vid stora transaktioner

LBOs är ett samlingsnamn för en mängd olika transaktioner där företagets skuldsättningsgrad ökar till följd av transaktionen.²¹ Generellt innebär begreppet att företagets tidigare ägare köps ut och att investerarna²² finansierar detta med lånat kapital. Begreppet innefattar även de fall där existerande aktieägare behåller kontrollen över bolaget men ökar belåningen avsevärt. I vårens mest uppmärksammade LBO-transaktion, EQT:s utköp av medicinteknikföretaget Gambro, utgjorde mezzanineinstrument en del av den totalt trettio miljarder stora finansieringen. För att kunna möta företagets krav på de höga nivåerna av lånat kapital vid förvärv så som Gambro eller refinansieringar går flera banker ihop för att tillsammans finansiera lånet i ett konsortium.²³ Dessa banker finansierar huvudsakligen det seniora lånet som har första prioritet i förhållande till andra borgenärer i transaktionen, juniorlångivarna, exempelvis fonder.²⁴ Det seniora lånet är upplagt i olika *trancher*, vanligtvis *A-C trancherna*, vilka skiljer sig åt utifrån risk, avkastning och löptidens längd. Juniorlångivarna kan erbjuda antingen *second-lien*²⁵ eller mezzanine och fungerar som ett alternativ till senior finansiering när skuldsättningsgraden blir för hög. Se *figur 1* för illustration av en lånestruktur i en större transaktion.

De svenska storbankerna är idag villiga att åta sig större finansieringar för att inte riskera att förlora låntagaren och därigenom intäkter från låntagarens dagliga användning av finansiella tjänster hos banken.²⁶ Därför kan till och med de traditionella finansiärerna ses erbjuda mezzanine eller *second-lien*. Visserligen konstrueras de då likt *A-C trancherna* och kallas ibland för *D-trancher*. Även om banker idag är beredda att ta större riskpositioner än vad de gjort tidigare finns en gräns i hur mycket risk de kan ta.²⁷ Mezzaninedelen som fonder erbjuder brukar i berörda transaktioner utgöra mellan tio till femton procent²⁸ av den totala finansieringen och kan liknas vid ett topplån. Mezzanineinstrumenten som används idag är fordringsmezzanine

²¹ Lindahl, s 44.

²² Investerare i en LBO kan till exempel vara den befintliga ledningen i företaget vilket i sådana fall ger transaktionen benämningen *Management buy-out (MBO)*.

²³ Ett konsortium är ett syndikat. För ytterligare läsning om syndikerade lån se Rhodes.

²⁴ Nevitt & Fabozzi, s. 369.

²⁵ *Second lien* har samma drag som mezzanine men placeras mellan det seniora lånet och mezzaninelånet. Se figur 1.

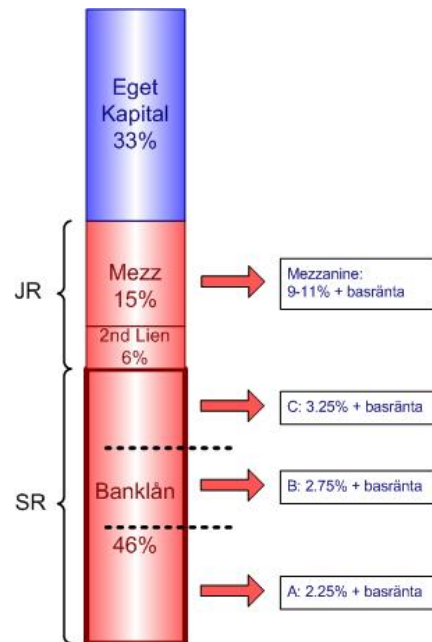
²⁶ Wiklund.

²⁷ Sveriges Riksbank, Finansiell stabilitet, s. 13.

²⁸ Henriksson.

vilket är ett till de seniora långivarna efterställt lån.²⁹ Det är således mot en specifik fordring riktad efterställning. En efterställning kan även vara allmänt riktad, men denna form är ej bruklig i stora transaktioner som LBOs. Genom en högre prissättning accepterar de juniora långivarna, som ofta är fonder, den högre risken som associeras med efterställningen. I vanliga fall har de juniora långivarna samma säkerheter som seniorlångivarna, men med en andraprioritet till dessa säkerheter. Seniorlånets förstaprioritet i säkerheterna innebär en lägre risknivå varpå lånet hamnar längre ner i strukturen. På grund av denna låga risknivå är dessa lån förenade med lägre räntesatser. Säkerheterna till lånet innebär att borgenären får en förbättrad rätt och möjlighet att skadefri klara sig vid gäldenärens obestånd. I en större transaktion erfordrar borgenärerna ett ”säkerhetspaket”, innehållande vanliga säkerheter som pant i fast egendom, företagsinteckning och pant i aktier.³⁰

För att försäkra sig om att säkerheternas värde består under lånets löptid ställer borgenären en rad krav, *covenants*. Dessa ämnar till att kontrollera att gäldenären fullföljer sina skyldigheter enligt avtalet. Exempel på *covenants* är informationskrav, begränsningar av ytterligare skuldsättning samt kassaflödesrelaterade prestationsmål.³¹



Figur 1

²⁹ Wiklund och Ståhl.

³⁰ Hedlund.

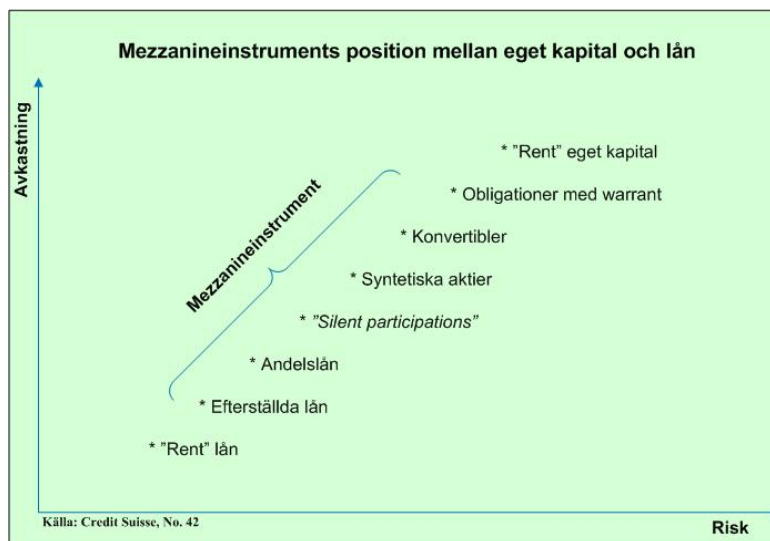
³¹ Credit Suisse, No. 42, s. 9.

3 Fordringsmezzanine

Kapitlet inleds med en generell redogörelse av olika mezzanineinstrument. Vidare beskrivs fordringsmezzanines karaktär som efterställt lån. Kapitlet inkluderar en aktiebolagsrättslig kommentar som belyser problem som kan uppstå vid gränsdragningen av mezzanineinstrument.

3.1 Vad är Mezzanine?

Mezzanine är ett generellt och svårdefinierat begrepp som innefattar en rad olika instrument. Även om ordet i sig är relativt nytt har instrumenten som begreppet innefattar funnits desto längre. Genom att laborera med eget kapital och lån kan olika sorters instrument skapas som utgör mezzanine. Syftet är framförallt att skräddarsy finansiella lösningar till olika finansieringsbehov i företag. Möjligheten att kreativt skapa mellanting har medfört ett stort antal instrument, vilket innebär att marknaden är svår att överskåda och penetrera. För att bena ut mezzaninemarknaden och förklara grundläggande skillnader mellan mezzanineinstrumenten kan dessa klassificeras utifrån positionen mellan eget kapital och lån samt karaktären som privat eller publikt instrument.³²



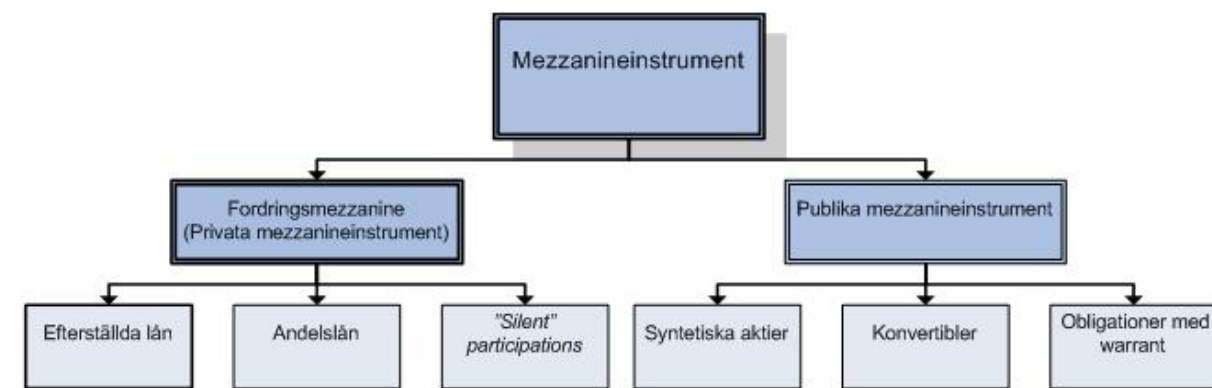
Figur 2

Figur 2 illustrerar andel av eget kapital och lån för vanliga mezzanineinstrument. Instrumentets risk och avkastning avgör var i diagrammet instrumentet placeras. Exempelvis har ett konvertibelt lån, som kan konverteras till aktier, ett starkare drag av eget kapital än ett "rent",

³² Credit Suisse, No. 42, s. 7.

traditionellt lån. Konvertibla lån innebär en högre risknivå och följaktligen en högre avkastning, varför konvertibeln placeras högre upp i diagrammet än det traditionella lånet. Värt att poängtera är att tidsaspekten har en stor inverkan på placeringen av instrumentet. Det konvertibla lånet är flexibelt på skalan beroende på hur nära i tiden konvertering kommer att ske.

Det finns två typer av aktiebolag, privata och publika. Publika bolag har till skillnad från privata bolag rätt att vända sig till allmänheten för kapitalanskaffning.³³ Ett publikt bolag kan således välja att ta upp kapital genom publika eller privata instrument, emedan privata bolag enbart kan söka kapital från en privat krets. I Sverige, till skillnad från USA, är publika instrument relativt ovanliga. På den europeiska marknaden³⁴ är privat lånefinansiering mer utbredd eftersom den tidigare starkt reglerade kapitalmarknaden har försvårat utvecklingen för riskkapital.³⁵ Vidare kräver publika instrument en bred investerarbas och stora transaktioner för att lönsamhet ska uppnås trots höga kostnader förenade med emission av instrument. Vanliga publika instrument är idag *high yield bonds*.³⁶ Privata instrument är lån som visserligen kan överlåtas men inte får säljas på börs eller auktoriserad marknadsplats.³⁷ Figur 3 illustrerar uppdelningen mellan privata och publika instrument. Som synes av figuren är fordringsmezzanine ett privat mezzanineinstrument.



Källa: Credit Suisse, No. 42.

Figur 3

³³ ABL 1:7. Se vidare Svensson & Danelius, s. 19 ff.

³⁴ Med undantag av Storbritannien.

³⁵ Credit Suisse, No. 42, s. 6 och Credit Suisse, No. 39, s. 6 ff.

³⁶ Det bör poängteras att dessa obligationer går under namnet junk bonds i USA.

³⁷ ABL 1:7 st 2 och Svensson & Danelius, s. 20 f.

3.1.1 En aktiebolagsrättslig kommentar

Det bör noteras att laboreringen av mezzanineinstrument medför att den aktiebolagsrättsliga bedömningen gällande instrumentet som aktie (eget kapital) och lån inte är helt okomplicerad över tiden. Trots avgränsningen i uppsatsen att behandla fordringsmezzanine vilket exkluderar instrument närmare eget kapital, bör vissa juridiska implikationerna kommenteras. Genom laborering av instrumenten med utgångspunkt i antingen eget kapital eller lån kan kompetensfrågan bli oklar. Bolagsorganens förmåga att med bindanden verkan rättshandla på bolagets vägnar kan därmed aktualiseras. Generellt reglerar inte ABL förutsättningar för upptagning av lån, utan det hamnar normalt inom styrelsens och verkställande direktörens befogenhet.³⁸ I den nya ABL behandlas andelslån specifikt. Andelslån är lån vars återbetalning eller ränta helt eller delvis är beroende av utdelning, kursutveckling, resultat eller finansiell ställning i företaget.³⁹ För bindande verkan av andelslån ska beslut fattas av bolagsstämman, eller av styrelsen efter bolagsstämmans bemyndigande.⁴⁰ Särskild hänsyn till detta problem bör tas vid konstruktion av mezzanineinstrument, så att bindande verkan åstadkoms. Vidare bör observeras att privata bolag till viss del är begränsade i sin möjlighet att anskaffa kapital externt.⁴¹

Dessutom bör noteras att en oklar definition av instrumentets karaktär som lån eller eget kapital (aktier) som kan uppkomma vid skapandet eller kombinationer av mezzanineinstrument kan medföra osäkerhet beträffande rätt att föra skadeståndsrättslig talan mot styrelse som uppträtt felaktigt. Ett känt exempel är Kreugerfallet där innehavarna av kreugerpapper, en sorts andelslån, försökte undgå sin efterställning gentemot övriga borgenärer genom att väcka talan om skadestånd mot styrelsen.⁴² Kreugerpapper ansågs av HD ha för stora likheter med aktier, varpå innehavarnas rätt att väcka talan mot styrelsen avlogs.⁴³ Av prejudikatsvärde torde således vara

³⁸ Aktiebolagsrättsligt definieras befogenhet som firmatecknarens rätt att rättshandla för bolagets räkning emedan behörighet å andra sidan är firmatecknarens rätt att binda bolaget mot tredje man. För en utförlig beskrivning av bolagsorganens behörighet och befogenhet se Fritz & MacArthur.

³⁹ ABL 11:11. Lagstiftarens rubrikval ”vinstandelslån och kapitalandelslån” är överflödigt och andelslån borde istället användas för båda.

⁴⁰ Svensson & Danelius, s. 134, Sandeberg, s. 146 och ABL 11:11.

⁴¹ Se avsnitt 3.1, ABL 1:7 och Svensson & Danelius, s. 19 ff.

⁴² NJA 1935 s. 270.

⁴³ Durban & Malm, s. 779.

att låneinstrument med för stor karaktär av eget kapital kan ha begränsad möjlighet att väcka skadeståndsrättslig talan.⁴⁴

Ett ytterligare exempel på när instrumentets karaktär som eget kapital eller lån får stor betydelse är vid upprättande av kontrollbalansräkning enligt ABL 25:13. Klassificeringen av mezzanineinstrumentet kan ”omvandlas” från att i den ordinarie balansräkningen behandlas som lån till att i kontrollbalansräkningen behandlas som eget kapital.⁴⁵ Denna behandling är dock isolerad till att enbart gälla statliga stöd. Genom en omvandling av lånet till eget kapital kan företaget undgå att behöva vidta ytterligare åtgärder eller försättas i likvidation.⁴⁶

3.2 Fordringsmezzanine – efterställda lån

Ett efterställt lån innebär att mezzaninelångivarna har en andraprioritet i förhållande till seniorlångivarna vid obestånd. Andraprioriteten betyder även att mezzaninelånet inte får amorteras eller sägas upp innan det seniora lånet är återbetalat. Om restriktionen inte fanns skulle det vara möjligt för mezzaninelångivare att frångå den jämförelsevis mer riskfyllda juniora ställningen. För att kompensera den högre risken kräver mezzaninelångivarna en högre avkastning på utlånat kapital än den seniora långivaren. Fordringsmezzanine har i transaktioner idag en ränta över basräntan⁴⁷ på 9-11 procent, vilket kan jämföras med det seniora lånet som har en marginal på omkring 2,25-3,25 procent.⁴⁸ Se *figur 1* i avsnitt 2.2.

Mezzanineräntan kan delas upp på en *cash-del* och en *PIK-del*, vilket möjliggör differentiering utifrån gäldenärens individuella behov.⁴⁹ *Cash-ränta* är den del av räntan på det aktuella lånet som betalas löpande, emedan *PIK-räntan* ackumuleras till lånet. Efterställningen förtydligas genom *PIK-delen* eftersom del av mezzaninelångivarnas avkastning betalas först efter att det seniora lånet är återbetalat. Lånebeloppet förändras således med den ackumulerade *PIK-delen* och det är därför brukligt att med jämna intervaller skicka ut nya skuldebrev med aktuellt

⁴⁴ Fritz & MacArthur, s. 27.

⁴⁵ ABL 25:14 p 3 och Folkesson, s. 98.

⁴⁶ ABL 25:15 och Fogenstad.

⁴⁷ Basränta är synonymt med antingen STIBOR eller LIBOR. I de flesta större transaktioner utgår kreditgivare ifrån LIBOR. (Wiklund).

⁴⁸ Wiklund.

⁴⁹ En vanlig uppdelning är en cash-del på 4-4,5% och en PIK-del på 5-6%. (Wiklund).

lånebelopp.⁵⁰ Förutsatt att det i avtalet är stipulerat att lånebeloppet växer med den ackumulerade räntan torde utskicken av nya skuldebrev endast förtydliga det rådande avtalet och fungera som ytterligare bevisning om beloppet sakrättsligt skulle ifrågasättas i ett senare skede.⁵¹

På grund av den höga konkurrensen och ränteläget ligger dagens marginal för fordringsmezzanine betydligt lägre än tidigare. För bara ett par år sedan kunde räntenivåer på 15-20% över basräntan skådas.⁵² Dagens marknadsläge har dessutom påverkat strukturen på instrumentet eftersom det idag inte är lika vanligt att det efterställda lånet kombineras med *equity kickers*. Ett exempel på detta är att fordringsmezzanine tidigare ofta var kombinerat med en *warrant-del*. *Warranten* innebär en aktieoption i bolaget vilket således betyder att denna form av fordringsmezzanine tidigare hade ett starkare drag av eget kapital. Trenden mot en för mezzaninefinansiären mindre fördelaktig position, med lägre ränta och utan *equity kicker* har dock aktualiserats ytterligare genom uppkomsten av så kallade *PIK-notes*. *PIK-notes* innebär att det lånade mezzaninekapitalet inte har någon *cash-del* utan endast består av ränta som ackumuleras till lånet. Dock är det brukligt att räntenivån för *PIK-notes* är något högre än för fordringsmezzanine med *cash-* och *PIK-del*.⁵³ Förändringen av fordringsmezzanines uppsida är starkt relaterad till utveckling på lånemarknaden beskriven ovan.

⁵⁰ 1, 3 eller 6 månader. (Hedlund).

⁵¹ Nerep, intervju.

⁵² Ståhl.

⁵³ Hedlund och Wiklund.

4 Fordringsmezzanine i avtal

Kapitlet kommer att utreda fordringsmezzanines efterställning i avtal samt belysa hur praxis och doktrin har behandlat efterställningsvillkoren i dokumentationen. Syftet är att förklara hur en solid efterställning konstrueras.

4.1 Lånedokumentation

Lånedokumentationen som upprättas vid en transaktion har stor betydelse till hur förhållandet mellan de olika parterna ser ut. Standardavtal från Loan Market Association (LMA)⁵⁴ ligger ofta till grund för lånedokumentationen, men eftersom varje transaktion är unik, justeras avtalen för att passa parterna och den specifika situationen. Detta är möjligt eftersom avtalslagen till större delen är dispositiv. Trots att avtal är rättsligt sanktionerade är det ovanligt att företag väljer att föra talan i domstol vid avtalsbrott, eftersom detta är en utdragen process som kan vara förknippad med negativ publicitet. Istället väljer företag att omförhandla avtalet eller att lösa tvisten via skiljeförfarande, som både är en snabbare och diskretare metod än rättegång.⁵⁵ Det kan dock vara bra att notera att det i utförda intervjuer framkommit att mezzaninelånggivare jämfört med de seniora långivarna generellt är mindre villiga att omförhandla lån, vilket är brukligt vid avtalsbrott. Seniorlånggivare är ofta mer bundna till gäldenären, särskilt när de är gäldenärens husbank. Vid uppsägning av finansieringen riskerar de inte bara att förlora finansieringen av transaktionen utan även andra finansiella tjänster som de tillhandahåller. Mezzaninelånggivarna som har en högre risk i och med efterställningen ”vill däremot bara ha ut sina pengar och kan därför sätta sig på tvären och vara struliga”⁵⁶ vid eventuella förhandlingar.⁵⁷

För att i möjligaste mån säkerställa att en solid efterställning skapas urskiljs tre viktiga regleringsaspekter, vilka bör framgå i dokumentationen;⁵⁸

1. Prioritet till betalning av lånen, både vad gäller betalningsstorlek och betalningstidpunkt.

⁵⁴ LMA är en Londonbaserad branschorganisation med över 250 banker, advokatbyråer och andra marknadsaktörer som medlemmar. Se vidare <http://www.loan-market-assoc.com>.

⁵⁵ Adlercreutz, Avtalsrätt, s. 21.

⁵⁶ Ståhl.

⁵⁷ Ståhl och Henriksson.

⁵⁸ Nevitt & Fabozzi, s. 96.

2. Prioritet till säkerheter.
3. Prioritet till påtryckningsmetoder vid gäldenärens avtalsbrott.

Utgångspunkten i följande avsnitt är att utifrån de tre aspekterna belysa hur efterställningen av mezzaninelånet kan uppnås i två centrala avtal; mezzaninelåneavtalet (gäldenärsavtal) och intercreditoravtalet (borgenärsavtal). Därefter kommer behandlingen av avtalen att diskuteras utifrån doktrin och praxis. Regleringen i avtalen innebär en kontraktuell efterställning. Efterställning kan även skapas genom att seniorlånet respektive mezzaninelånet placeras på olika nivåer i koncernstrukturen. Det kallas strukturell efterställning.⁵⁹

4.1.1 Mezzaninelåneavtal

Mezzaninelåneavtalet syftar till att i första hand reglera förhållandet mellan borgenär och gäldenär och utgör därmed ett gäldenärsavtal. Tidigare var efterställningen ej utmärkande i avtalet men har idag fått en mer central plats. Den efterställning som finns i avtalet syftar till viss borgenär och inte hela borgenärskollektivet.⁶⁰ Själva efterställningen av lånet är ingen självständig rättsfigur utan ska tolkas utifrån allmänna avtalsrättsliga principer.⁶¹ Parterna bestämmer således regleringen av deras förhållande och vid en eventuell tvist beaktas det bakomliggande syftet till efterställningen i avtalet.

Mezzaninelånggivarens efterställning till gäldenärens betalningar (1) framkommer tydligt i avtalen. En formulering som belyser denna karaktär; ”[...] no prepayments [...] may be made as long as any loan or commitment is outstanding under the Senior Facilities Agreement”.⁶² Mezzaninelånets uppbyggnad beror till stor del på hur det seniora lånet ser ut. Som regel brukar seniorlånggivaren erfordra detta för att lättare kunna kontrollera mezzaninelånets junioritet eftersom inga otydligheter gällande prioritet då torde aktualiseras.⁶³ Att mezzaninelånet bygger på det seniora lånet är även viktigt för mezzaninelånggivaren eftersom denne eftersträvar en så prioriterad ställning som möjligt hos gäldenären. Seniorlånggivaren har den främsta prioriterade

⁵⁹ Se avsnitt 4.2.2.

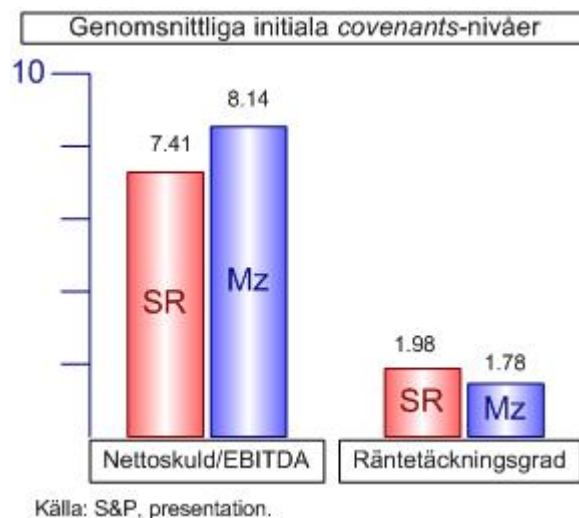
⁶⁰ Ståhl, Henriksson, Hedlund, Wiklund samt Vinge, Mezzanine.

⁶¹ Lindskog, 2003, s. 114.

⁶² 1.1 § och 7.6 §, Vinge, Mezzanine.

⁶³ Ståhl.

ställningen gentemot andra borgenärer i företaget, bland annat genom säkerheter. Mezzaninelånets efterbildning av seniorlånet åstadkommer en likadan prioritet till övriga borgenärer med undantag av seniorlånet. Mezzaninelånet ”tar därför rygg” på den seniore långivaren genom att bland annat kräva samma säkerheter som den seniore långivaren.⁶⁴ Då det således är av stor vikt för såväl den seniore långivaren som mezzaninelångivaren att efterställning till säkerheter sker torde inte denna aspekt (2) vara svår att uttrycka i avtal. Det seniore och mezzanina lånet skiljer sig dock åt beträffande *covenants*. Visserligen är mezzaninelånets *covenants* i åtta fall av tio desamma som i det seniore lånet men skillnaden är att *covenants* i mezzaninelåneavtalet får en *haircut*, det vill säga justeras så att de ej är lika strikta som i det seniore låneavtalet. En genomsnittlig *haircut* på cirka tio procent är bruklig. Detta illustreras i figur 4 genom två vanliga *covenants*; nettoskuld/EBITDA och räntetäckningsgrad.⁶⁵



Figur 4

Brutna *covenants* innebär ett avtalsbrott. Eftersom det är först vid avtalsbrott som påtryckningsmetoder kan aktualiseras tydliggörs den seniore långivarens prioritet till påtryckningsmetoder (3) av en *haircut* på mezzaninelånets *covenants*. Något självändamål i att sätta *covenants* för strikt finns ej för mezzaninelångivaren, eftersom gäldenären således skulle bryta avtalet utan att risk för obestånd var överhängande.⁶⁶ Avtalsbrott är inte att eftersträva, eftersom det innebär tidskrävande och komplicerade förhandlingar samt att prioritetsordningen

⁶⁴ Hedlund.

⁶⁵ S&P, presentation.

⁶⁶ Hedlund.

realiseras. Dessutom har mezzaninelånggivaren ofta uttryckliga krav, utöver seniorlånggivarens, på information från gäldenären. EQT Mezzanine ställer exempelvis krav på att få delta vid styrelsemöten som *Board Observer*. Ingen rösträtt tilldelas men EQT Mezzanine kan på detta sätt försäkra sig om att de erhåller all viktig information och kan således ingripa i ett tidigt skede vid finansiella svårigheter. Ett ytterligare skydd för mezzaninelånggivarna är att försäkra sig om att det seniora lånet ej kan utökas över en bestämd nivå och således försätta mezzaninelånggivarna i en mer efterställd position än vid mezzaninelåneavtalets ingång.⁶⁷

4.1.2 Intercreditoravtal

I intercreditoravtal klargörs rättsförhållandet mellan borgenärerna.⁶⁸ Idag är intercreditoravtal till största del ett standardiserat avtal precis som senior- och mezzaninelåneavtalet.⁶⁹ Uppkomsten av standardavtal har syftat till att ge en större klarhet till begreppet mezzaninefinansiering, samt att skapa en mer effektiv och likvid marknad och på så sätt reducera risken associerad med denna typ av finansiering.⁷⁰ Även om standardavtalen har medfört en större acceptans av finansieringsformen, skapar dessa allmänt vedertagna regler på marknaden vilket kan försvåra förhandlingspositionen för parterna. Positionen parterna får i avtalet speglar ofta parternas styrkeförhållande och förhandlingsförmåga, där stora aktörer på marknaden har lättare att få igenom sina krav.⁷¹

Intercreditoravtalet är det viktigaste elementet för att uppnå kontraktuell efterställning. Trots att mezzaninelåneavtalet klargör den juniöra ställningen, används intercreditoravtal i allt större utsträckning. Centralt i intercreditoravtalet är mezzaninelånets efterställning till det seniora lånet vad gäller gäldenärens betalningar (1). Efterställningen innebär att rätten till återbetalning för mezzaninelånggivaren inträffar först efter att den seniora långgivarens krav har tillgodosetts. Detta uttrycks i mezzaninelåneavtalet men specificeras ytterligare i intercreditoravtalet.⁷² Ett intercreditoravtal från Vinge exemplifierar detta;

⁶⁷ Hedlund. Detta är en form av *Negative pledge*. Se vidare 5.1.

⁶⁸ Se till exempel LMA, Guide s. 6. Notera att det idag är vanligt, men ej tvunget, att avtalet även innefattar aktieägare.

⁶⁹ Wiklund. Exempel på standardiserat avtal, se LMA.

⁷⁰ Bradley, s. 36 f.

⁷¹ Ståhl.

⁷² Forti & Stafford, s. 17.

”No payment or distribution of any kind whatsoever [...] may be made if:

(a) a Senior Default has occurred and is continuing [...] until the earliest of:

(i) the date on which the Senior Default has been waived or remedied; or

(ii) the Senior Discharge Date; or

(b) a Senior Default would occur as a result of such payment.”⁷³

Om mezzaninefinansiären tar emot betalning innan det seniora lånet har betalats av, ska dessa pengar gå åter till den seniorlånggivaren.⁷⁴ Att den här efterställningen efterlevs torde inte vara några problem då mezzaninelånet har en längre löptid än det seniora lånet och saknar amorteringar under löptiden. Regeln kan dock kringgås genom att betalningar till mezzaninelånggivare under lånets löptid öronmärks på ett särskilt konto. Seniorlånggivaren kan således försäkra sig vid eventuellt obestånd om sin prioritet trots att mezzaninelånggivaren fått tillbaka del av utlånat kapital före den seniora långgivaren.⁷⁵

En viktig avtalspunkt i intercreditoravtalet är regleringen av mezzaninelånggivarens rätt till påtryckningar (3) gentemot gäldenären, vilken uttrycks främst genom *standstill-perioden*.⁷⁶ *Standstill-perioden* är den tid som mezzaninelånggivaren måste vänta på att seniorlånggivaren agerar vid en obeståndssituation. Det är således ej tillåtet för mezzaninelånggivaren att under perioden agera genom att exempelvis driva in säkerheter på lånen. Vanligtvis är *standstill-perioden* sex månader men i vissa fall kan den vara så lång som tolv månader. Mezzaninelånggivare strävar efter en kort *standstill-period* för att snarast kunna vidta för situationen adekvata åtgärder. En längre period kan dessutom innebära att krisen i företaget blir bestående eller som Hedlund uttrycker ”om det går fel går det oftast riktigt fel väldigt fort”.⁷⁷ Eftersom mezzaninelånggivarens *covenants* är satta över de seniora nivåerna, torde inte mezzaninelåneavtalet brytas i samma utsträckning som seniorlåneavtalet, varpå de inte heller är berättigade att vidta åtgärder. Genom bestämmelser som hindrar seniorlånggivaren att vid

⁷³ Vinge, ICA, 4.3.1 §.

⁷⁴ Forti & Stafford, s. 17.

⁷⁵ Lindskog, intervju.

⁷⁶ Hedlund, Ståhl och Wiklund.

⁷⁷ Hedlund.

avtalsbrott omförhandla lånet utan mezzaninelånggivarens vetskap, skyddas dock mezzaninelånggivaren från att få en försämrad position än den vid avtalets ingång.⁷⁸

4.2 Efterställningsvillkor i praxis och doktrin

Efterställningsvillkor kan se ut på många olika sätt beroende på vilket syfte som ska uppnås. Mezzanine- och intercreditoravtalen är exempel på gäldenärs- respektive borgenärsavtal där de tre grundläggande aspekterna är utgångspunkten för att skapa en solid efterställning. För att utreda frågan om fordringsmezzanines rättsliga förutsättningar närmare bör dock praxis och doktrin på området belysas. Utgångspunkten för efterställning i dessa rättskällor har varit kontraktuell och strukturell efterställning. En presentation av dessa två typer och deras undergrupper ämnar förklara vad som bör uppmärksammas vid formulering av efterställningsvillkor.

4.2.1 Kontraktuell efterställning

Kontraktuell⁷⁹ efterställning kan åstadkommas antingen genom avtal mellan gäldenär och viss borgenär, eller mellan två eller flera borgenärer. Det finns således två undergrupper till kontraktuell efterställning; gäldenärsavtal och borgenärsavtal.

4.2.1.1 Gäldenärsavtal

Gäldenärsavtal innebär att överenskommelse har träffats mellan gäldenär och den borgenär som får en efterställd prioritet. Gäldenärsavtal delas in i ytterligare två kategorier; *contractual* och *contingent*.⁸⁰ Skillnaderna mellan de två kategorierna ligger i hur efterställningen är formulerad och det är således av stor vikt att formuleringarna är genomtänkta för att önskvärt syfte ska uppnås.

⁷⁸ Ståhl.

⁷⁹ Observera skillnaden mellan kontraktuell efterställning och vad som nedan omnämns som *contractual* efterställning. Då *contractual* tidigare inte är översatt till svenska har vi valt att behålla det engelska ordvalet. *Contractual* ska således inte översättas till kontraktuell, utan är en subgrupp till gäldenärsavtal.

⁸⁰ Woods, s. 11 samt Lindskog, 1992, s. 621ff.

I *contractual-gäldenärsavtal* är villkoret konstruerat så att efterställningen syftar till förhållandet mellan parterna. Detta leder till en tolkning utifrån ett förmånsrättsligt perspektiv eftersom fordringens status som efterställd i förhållande till andra borgenärer framställs. Värt att notera är dock att FRL inte tidigare gav direkt utrymme för efterställdhet.⁸¹ I lagändring 1996 fick FRL 18 § ett tillägg som möjliggör för avtal om rätt till betalning efter övriga borgenärer. 18 § 1 st. lyder ”Fordringar som inte är förenade med förmånsrätt har inbördes lika rätt. En borgenär kan dock enligt fordringsavtalet ha rätt till betalning först efter övriga borgenärer.” Som exempel på lån med *contractual-gäldenärsavtal* är förlagsbevis, där rättigheterna till utbetalning kommer först efter oprioriterade borgenärer.⁸² En fråga som uppkommer är hur dylika borgenärer skall behandlas om det finns flera borgenärer som har avtal om efterställning med gäldenären. Bedömning ska i dessa fall ske i varje enskilt fall utifrån avtalstolkning.⁸³

I den andra kategorin *contingent-gäldenärsavtal* tolkas efterställningsklausulen som ett fordringsvillkor, som ska vara uppfyllt för att efterställningen skall anses fullbordad. Till skillnad från *contractual-gäldenärsavtal* ska efterställning genom detta synsätt inte tolkas utifrån FRL. Istället bör villkoret ses utifrån dess existens och därigenom bedömas enligt avtalsrättsliga regler. Avtalsparterna kan själva reglera i vilka obeståndssituationer efterställningen ska gälla.⁸⁴

4.2.1.1.1 NJA 2003 s. 128

I rättsfallet aktualiseras, i samband med ackordsförhandlingar enligt Företagsrekonstruktionslagen (FrekL), de prioriterade borgenärernas rätt att kunna göra gällande efterställningsvillkor i gäldenärens utgivna förlagslån och således exkludera förlagslåneborgenärerna från ackordsförhandlingarna. Förlagslåneborgenärerna hävdade å andra sidan att efterställningen endast gällde vid konkurs och således ej borde gälla vid rekonstruktion. HD dömde i linje med förlagslåneborgenärernas anspråk. En bedömning av ordalydelsen i det aktuella villkoret var avgörande, eftersom det anfördes i förarbetena till FRL att efterställning kan begränsas till visst sammanhang. Huruvida en fordring är efterställd eller inte avgörs således i avtalet. En avtalsrättslig bedömning av villkoret och avtalets syfte leder rätten fram till slutsatsen

⁸¹ Lindskog, 1993, s. 358.

⁸² Andrén, Eriksson & Hansson, s. 133 f.

⁸³ Walin & Gregow, s. 123-124.

⁸⁴ Lindskog, 1993, s. 358.

att fordringen inte ska anses efterställd vid ackord vid företagsrekonstruktion. Kritik har riktats mot HDs tillvägagångssätt vid bedömning av frågan. Istället borde HD ha fokuserat på villkorets typiska syfte och funktion, något som hade ökat prejudikatvärdet avsevärt.⁸⁵ Ett ställningstagande till modellfrågan med utgångspunkt ur gäldenärsavtalets karaktär som *contractual* eller *contingent* efterfrågas således fortfarande. Rättsfallet belyser dock att efterställningen kan vara begränsad till visst sammanhang samt att tolkning skall ske utifrån ordalydelsen i avtalet.

Vidare bör noteras att eftersom det är avtalsparterna själva som avgör hur efterställningen ska te sig, samt att de kan laborera med efterställningsvillkoren för att uppnå olika syften är det viktigt att förstå sig på vilka konsekvenser vald formulering kan leda till i olika situationer. Som tidigare beskrivits är det dock brukligt att använda standardavtal och anpassa dessa efter de specifika momenten i transaktionen. Vid upprättande av avtalet utifrån engelskspråkiga standardavtal kan olikheterna i respektive jurisdiktion förbises. Denna oäktighet kan få stora konsekvenser när tolkning av avtalet sker. I rättsfallet NJA 2003 s. 128 fick en slarvig översättning från engelska avgörande betydelse för de seniora långivarna, eftersom syftet med efterställningen i transaktionen inte gick att inläsas i ordalydelsen i avtalet. Mezzaninelångivarna fick således igenom sina krav, det vill säga rätt att närvara vid ackordsförhandlingen.

4.2.1.2 Borgenärsavtal

Borgenärsavtal skildrar efterställning genom avtal mellan borgenärerna. Gäldenären behöver således inte vara part i avtalet, eftersom detta är en uppgörelse emellan borgenärerna där fordringarna rangordnas.⁸⁶ Mezzaninelånggivaren, vars lån är ämnat att vara efterställt, får följaktligen en lägre prioritet kopplat till sin fordring. Efterställning genom ett borgenärsavtal anses vara en säker metod, eftersom efterställningen är syftad att gälla vid viss finansiering och således ej vara kopplad till alla borgenärer med intresse i bolaget.⁸⁷ Beträffande obligationsrätten förkommer vanligtvis inte några större problem, då avtalsfrihet existerar och avtal är en etablerad

⁸⁵ Lindskog, 2003, s. 116.

⁸⁶ Lindskog, 1992 s. 625.

⁸⁷ Henriksson.

rättsfigur.⁸⁸ De frågeställningar som däremot vanligtvis aktualiseras i svensk rätt har att göra med sakrättsliga aspekter med utgångspunkt ur SkbrL.⁸⁹

4.2.1.2.1 NJA 1997 s. 382

I rättsfallet NJA 1997 s. 382 behandlas fråga om efterställning i ett borgenärsavtal. Som konstaterats är det inte vanligt att dylika frågor utreds i rättegång eftersom avtalen ofta innehåller klausuler om skiljedom. Det är därför troligt att det kommer att dröja innan domstolen prövar liknande fall igen. Dessutom var beslutet i HD inte enhälligt, vilket kan tolkas som att rättsläget beträffande efterställning genom borgenärsavtal är oklart (majoritet med en person). En analys av rättsfallet är därför av stor vikt för förståelsen av den juridiska giltigheten av efterställning genom borgenärsavtal samt för hur avtalet ska tolkas.

Rättsfallet rörde anställda i ett konsultföretag som avsåg att köpa ut företaget från börsen,⁹⁰ för att därefter sälja det till en stor internationell konsultkedja. Ett holdingbolag bildades för ändamålet och finansieringen av utköpet delades upp mellan två kreditgivare, där den ene var efterställd den andre. Seniorlånggivaren, som var gäldenärens husbank, kunde av olika skäl ej finansiera hela förvärvet varför denne tvingades ta in en ytterlige långgivare. Mezzaninelånggivaren blev genom låneavtalet mellan borgenärer och gäldenären efterställd den seniora långgivaren. Seniorlånggivaren erhöll som säkerhet en primär panträtt i holdingbolagets aktier medan mezzaninelånggivaren erhöll sekundär panträtt i samma aktier. Eftersom mezzaninelånggivaren var angelägen om att mezzaninelånet endast skulle vara kortfristigt träffades ett borgenärsavtal mellan de båda långgivarna, vilket möjliggjorde en delamortering av mezzaninelånet.⁹¹ Två av verksamhetsgrenarna i konsultföretaget avsågs avyttras innan konsultkedjans uppköp, varmed likviden från försäljningen kunde användas till amorteringen. Förbehållet utgjorde en av fyra paragrafer i borgenärsavtalet;

⁸⁸ Lindskog, 1992, s. 642.

⁸⁹ Se avsnitt 5.3.

⁹⁰ Det vill säga göra en MBO.

⁹¹ Observera att mezzaninelånggivaren genom detta avtal fick en prioriterad ställning gentemot seniorlånggivaren upp till det bestämda beloppet.

”Av de medel som inflyter från försäljning av bolag ingående i affärsområdena [...], skall amortering till Wasa [mezzaninelånggivaren] ske upp till ett belopp av SEK 80.000.000. Wasas fordran på Indevo [gäldenären] därutöver skall vara efterställd SEB’s [seniorlånggivaren] fordran på grund av krediter vilka omfattas av detta avtal.”⁹²

När konsultkedjan drog sig ur uppköpsprocessen hamnade gäldenären, holdingbolaget, på obestånd och försattes sedermera i konkurs. Gäldenärens tillgångar, vilka utgjordes av aktier i konsultföretaget, såldes på offentlig auktion vars behållning tillföll seniorlånggivaren. Mezzaninelånggivaren hävdade, med hänvisning till ovanstående paragraf i borgenärsavtalet, att denne borde få proportionerlig del i behållningen från försäljningen av de båda verksamhetsgrenarna, eftersom mezzaninelånggivaren ansåg att mezzaninelånet var likställt med det seniora lånet upp till det förutbestämda beloppet statuerat i borgenärsavtalet. HD fastställer i sin dom att avtal är en rättsfigur, och visserligen skall tolkas utifrån ljuset av avtalsfyllnad, det vill säga även inkludera omständigheterna och partavsikterna vid avtalets tillkomst. Då dessa dock ej kunnat påvisas måste avtalets innebörd tolkas endast utifrån ordalydelsen. Konsekvensen blev att ovanstående villkor inte innebär en efterställning i situationen som skedde, eftersom HD fastställde att försäljning av bolag inte är att likställa med offentlig auktion av holdingbolagets aktier vid konkurs. Eftersom ingen försäljning av bolaget har skett kan klausulen således inte göras gällande, varför mezzaninelånggivaren ej fick rätt till viss del av behållningen.

HDs tolkning utifrån ordalydelsen i ett avtal medför inte att existensen av ordet efterställd, i villkoret, innebär att det är ett efterställningsavtal. I rättsfallet påpekas att ordet, som annars har en ganska specifik innebörd, användes för att beskriva ett annat förhållande.⁹³ I doktrin har kritik mot domstolen framförts på grund av att den inte har uppmärksammat borgenärsavtalet som rättsfigur. Det bör noteras att HD i sin dom refererade till hur efterställningsvillkor har behandlats i doktrin. Dock ger HD i domslutet företräde för ordalydelsen i avtalstolkningen framför en syftestolkning utifrån borgenärsavtalens roll på finansmarknaden och således dess utgörande som rättsfigur.

⁹² NJA 1997 s. 382, på s. 383.

⁹³ NJA 1997 s. 382.

4.2.2 Strukturell efterställning

Som ett alternativ till kontraktuell efterställning kan efterställning skapas strukturellt, genom att mezzaninelånet placeras i ett steg längre upp från seniorlånet i ett holdingbolag inom koncernen. Det betyder att innan avkastning tillfaller holdingbolaget måste samtliga borgenärer i det operativa bolaget tillgodoses.⁹⁴ Trots en primär säkerhet i holdingbolagets aktier eller tillgångar hamnar mezzaninelångivarna i strukturell efterställning i en sämre position än om lånet och säkerheterna hade legat i det operativa bolaget. Mezzaninelångivarna hamnar således efter såväl särskilda, allmänna och oprioriterade fordringsägare i det operativa bolaget. Hur stor risken är i förekommande fall är beroende av vilka säkerheter mezzaninelångivarna har, vilket kapital som finns tillgängligt i holdingbolaget, samt vilka andra finansiärer som gör anspråk på detta kapital. Holdingbolaget äger ofta hundra procent av det operativa bolaget vilket betyder att mezzaninelångivaren inte behöver konkurrera om utdelningen med andra aktieägare.

Notera att om holdingbolaget genom ett koncernlån transfererar mezzaninekapitalet till det operativa bolaget får holdingbolaget istället en position som borgenär. Som borgenär kommer holdingbolaget således inte att få en position efter oprioriterade och efterställda borgenärer utan att bedömas enligt förmånsrättsliga regler beroende av ställda säkerheter. Det kan till och med hamna på samma nivå som de seniora långivarna i det operativa bolaget.⁹⁵ Efterställningen försvagas således genom att kapitalet "lånas vidare". Det är dock ovanligt att strukturell efterställning förekommer isolerat från kontraktuell varpå dessa frågor vanligtvis har uppmärksamats i ett tidigare skede.⁹⁶ I övrigt anses dock strukturell efterställning vara en säker metod när efterställning till hela borgenärskollektivet önskas skapas.

⁹⁴ Ståhl.

⁹⁵ Woods, s. 13.

⁹⁶ Henriksson.

5 Fordringsmezzanine vid obestånd

Kapitlet utgår från att en solid efterställning enligt föregående kapitel har skapats. En förklaring av rangordningen för borgenärernas anspråk i gäldenärens egendom enligt förmånsrätten kommer att framställas för att därigenom redogöra hur en solid efterställning ter sig vid obestånd.

5.1 Förmånsrätt

Förmånsrätten, prioritet vid obestånd, kan skapas genom avtal eller vara lagstadgad. Den åtskiljer särskild och allmän förmånsrätt samt fordringar som inte är förknippade med någon förmånsrätt, det vill säga oprioriterade och efterställda fordringar. Uppräkningen är uttömmande vilket betyder att det inte går att skapa andra förmånsrätter än de som stipuleras i lagtexten. Den främsta funktionen för den förmånsrättsliga regleringen är att reglera prioriteten bland fordringsägare vid konkurs. FRL påverkar dessutom hur kreditgivning som helhet organiseras och hur avtalsvillkor i allmänhet formuleras.⁹⁷

Särskild förmånsrätt gäller vid såväl konkurs som utmätning emedan allmän förmånsrätt enbart gäller vid konkurs. Särskild förmånsrätt innebär att borgenären har rätt till viss, särskilt specificerad, egendom hos gäldenären. Pant i fast egendom⁹⁸ är en särskild förmånsrätt,⁹⁹ och anses vara en av de mest tillförlitliga kreditsäkerheterna.¹⁰⁰ Det beror främst på FRLs behandling av säkerhet i fast egendom, men även på att värdet av fast egendom anses vara relativt konstant. Panträtt i fast egendom är en hypotekarisk panträtt. Det innebär att ingen besittningsövergång av fastigheten är erforderlig för att pantsättningen ska vara sakrättsligt giltig.¹⁰¹ Dock måste ägaren ansöka hos inskrivningsmyndigheten för att erhålla inskrivning av visst belopp.¹⁰² Ägaren får då ett pantbrev som i sin tur ska överlämnas till kreditgivaren som säkerhet för fordringen.¹⁰³

⁹⁷ Se SOU 1999:1.

⁹⁸ För definition av fast egendom se JB 1:1 och 2 kap.

⁹⁹ FRL 6 §.

¹⁰⁰ Walin, s. 50.

¹⁰¹ Folkesson, s. 64.

¹⁰² JB 1:6. För ytterligare reglering av panträtt av fast egendom se JB 6 kap.

¹⁰³ JB 2:6. Numera förekommer även datapantbrev genom vilka panträtten uppkommer genom registrering. Se vidare Lag om Pantbrevsregistrering.

Vid allmän förmånsrätt har borgenären rätt till betalning av sin fordring ur gäldenärens samtliga tillgångar. De samtliga tillgångarna minskas dock med kraven från borgenärer med särskild förmånsrätt, om sådana krav förekommer. Vad som innefattas av allmän förmånsrätt och i vilken ordning de skall prioriteras framgår av FRL 10-13 §§.¹⁰⁴ Fordringar som har allmän förmånsrätt enligt samma lagrum bör ha lika rätt.¹⁰⁵ En viktig allmän förmånsrätt är företagsinteckning vilket möjliggör att lös egendom¹⁰⁶ som ingår i en näringsverksamhet kan användas som säkerhet. Den del av rörelsen som är av värde för borgenären är i regel varulager, inventarier, fordringar och utmätningsbara immaterialrätter. Då de kan variera kraftigt i värde över tiden är det svårt att ta säkerhet i specifik del av denna egendom. Vidare gäller även, till skillnad mot annan lös egendom exempelvis vid handpant av lösöre, att företagsinteckning inte kräver att den lösa egendomen traderas eller att denuntiation sker. Det betyder att företagsinteckning, precis som panträtt i fast egendom är hypotekarisk. För att det sakrättsliga momentet ska vara uppfyllt krävs dock inskrivning i företagsinteckningsregistret¹⁰⁷ samt tradition av pantbrevet till kreditgivaren. Detta regleras i lag om företagsinteckning, som trädde i kraft första januari 2004 och ersatte de gamla reglerna om företagshypotek.¹⁰⁸ Den mest framträdande skillnaden mellan företagsinteckning och föregångaren företagshypotek är att kreditsäkerheten utgör en allmän förmånsrätt i företagets egendom som är kvar när borgenärer med bättre förmånsrätt (de med särskild förmånsrätt samt de som har allmän förmånsrätt enligt FIL 10 § och 10a §) har blivit tillgodosedda.¹⁰⁹ Dock gäller endast att 55 % av värdet på denna egendom hamnar som en allmän förmånsrätt.¹¹⁰ Resterande del behandlas som en oprioriterad förmånsrätt.

Oprioriterade fordringar har inbördes lika rätt enligt FRL 18 § m. 1 men med rätt till betalning först efter att särskilda och allmänna fordringars krav har blivit tillgodosedda. Det innebär dock att det oftast finns mycket lite kapital kvar till de oprioriterade fordringsägarna. Om kapital kvarstår därefter tillgodoses de efterställda fordringarna. Det bör dock uppmärksammas att de

¹⁰⁴ Se förmånsrättslig reglering i slutet av avsnitt 5.1.

¹⁰⁵ Lindgren, s. 9.

¹⁰⁶ JB 1:1 och 2 kap e contrario.

¹⁰⁷ Enligt regler i FIL 2 kap.

¹⁰⁸ Det bör noteras att förslag om tillbakagång av reglerna har framställts.

¹⁰⁹ Folkesson, s. 74.

¹¹⁰ Den bakomliggande tanken med förändringen som egentligen innebär att realsäkerheten minskar i värde, är att framkalla ett proaktivt förhållningssätt till utestående krediter genom att borgenärerna aktivt skall tvingas bevaka gäldenärernas återbetalningsmöjligheter. Detta korrelerar med Bankrorelselagen 8:1. (Adlercreutz, Finansieringsformer, s.140 ff).

efterställda fordringar som kommer sist är de fordringar som är efterställda hela borgenärskollektivet, till skillnad mot efterställning till viss borgenär. I de stora lånetransaktionerna där mezzaninelån ingår sker efterställning till viss borgenär, riktad efterställning, vilket innebär en andraprioritet till säkerheter med särskild eller allmän förmånsrätt.

Viktigt att notera är dock att det är borgenärerna själva som bedömer vilka belopp de kan ställa mot utvalda säkerheter. Belåningen kan därför överstiga säkerheternas värde så länge riskbedömningarna är i linje med kraven som ställs enligt bankrörelselagen och kapitaltäckningsreglerna. När säkerhetens värde är lägre än utlånat belopp uppstår vid obestånd en fråga om kreditgivarnas resterande krav.¹¹¹ Om de överhuvudtaget har rätt till återbetalning av residualen är beroende av om de har en personlig eller icke personlig fordring.¹¹² Den största skillnaden är att borgenär med icke personlig fordring endast kan få betalning för sitt krav med förmånsrätt ur säkerheten. En borgenär som har en personlig fordring kan däremot få betalning ur hela gäldenärens förmögenhet om säkerheten ej räcker till att betala hela fordringen.¹¹³ De flesta fordringar i Sverige är personliga och detta gäller även i större transaktioner. När den säkerställda egendomen inte räcker till för att betala det gällande kravet behandlas återstående del av fordringen enligt FRL 18 § st 2. Detta medför att fordringens kvarvarande krav konkurrerar med övriga oprioriterade fordringsägares krav.¹¹⁴ När fordringarna har samma status, nivå i prioriteringsordningen, följer pari passu eller likaprintipen, som innebär att tillgångarna ska fördelas proportionerligt efter fordringsstorleken.¹¹⁵ Att fordringen är personlig är av stor vikt för mezzaninelånggivaren eftersom efterställningen innebär en andraprioritet och återbetalning sker först efter den seniora långivaren erhållit full betalning på sina krav. Det är därav större sannolikhet att mezzaninelånggivarens krav blir en oprioriterad fordring vid obestånd. I realiteten kan det dock diskuteras hur stort värde den oprioriterade fordringen har eftersom återbetalning till dessa borgenärer sällan sker till det fulla beloppet av deras krav. Att kreditgivarna får en

¹¹¹ Notera dock att samma resonemang råder då säkerheterna har minskat i värdet eller vid en realisation vid obestånd inbringar ett lägre värde än vad den ursprungligen varit värderad till. I detta fall kan mezzaninefinansiärernas oprioriterade ställning te sig mindre uppenbar än när säkerheten redan inledningsvis besatt ett lägre värde än det utlånade beloppet och mezzaninefinansiären på resterande del av säkerheten kunde anses ha en förstaprioritet.

¹¹² Lindskog, 2002, s. 379.

¹¹³ Se HB 10:2 där pantsättaren blir skyldig att "fylla bristen" när panten är otillräcklig.

¹¹⁴ Walin & Gregow, s. 123 ff.

¹¹⁵ FRL 2 §. Lindskog, 2002, s. 379.

oprioriterad fordring kan dock spela en stor roll för vilka aktioner samt information de är berättigade till.

Mezzaninelånggivarens andraprioritet kan i många fall liknas med en sekundärpant. Skillnaden mellan en sekundärpant och en andraprioritet är främst att sekundärpant endast kan utställas när värdet på säkerheten överstiger primärpanten.¹¹⁶ Det är således i residualen som sekundärpanthavaren får säkerhet. Dock kan en sekundärpant göras gällande endast när den primär panthavaren inte behöver ta panten i anspråk för sina krav på pantsättaren, gäldenären.¹¹⁷ Mezzaninelånggivaren måste även med likställning vid sekundärpant respektera den seniora långgivarens rätt till de ställda säkerheterna.

Prioritetsordningen i FRL 3-19 §§ presenteras nedan som en sammanfattning för läsaren.¹¹⁸

1) Särskild förmånsrätt (3-8 §§). Pant i fast egendom regleras i 6 §

2) Allmän förmånsrätt

a)

- i)** Den kostnad som borgenär haft för försättande av gäldenären i konkurs. (10§p1)
- ii)** Arvode och kostnadsersättning till rekonstruktör eller förordnad boutredningsman. (10§p2)
- iii)** Kostnad för särskilda åtgärder som vidtagits med rekonstruktörens eller tillsynsmannens godkännande eller av boutredningsmannen och uppenbart varit till borgenärernas bästa. (10§p3)
- iv)** Andra fordringar som grundar sig på avtal som gäldenären med rekonstruktörens samtycke träffat under en företagsrekonstruktion. (10§p3)
- v)** Fordran på ersättning för uppdrag att fullgöra sådan revision som är föreskriven i lag eller annan författning och för uppdrag som avser upprättande av räkenskapsmaterial till fullgörande av bokföringsskyldighet. (10a§)
- b)** De som har **företagsintekning**. Förmånsrätten gäller i 55 procent av värdet av den egendom som återstår sedan borgenärer med särskild förmånsrätt samt ovanstående har fått betalt. (11§)
- c)** Arbetstagares fordran på lön eller annan ersättning på grund av anställning. Förmånsrätten omfattar fordringar som belöper på tiden före konkursbeslutet och inom en månad därefter. (12§ och 12a§)
- d)** Fordran på framtida pension till arbetstagare, som är född år 1907 eller tidigare, eller dennes efterlevande. (13§)

3) Oprioriterade fordringar. (18§)

4) Efterställda fordringar. (19§)

¹¹⁶ Folkesson, s. 67.

¹¹⁷ Håstad, s. 330.

¹¹⁸ http://www.expowera.com/mentor/juridik/juridik_konkurs_formansratt.htm, Se även FRL.

5.2 Obeståndsrätt

5.2.1 Förfarande vid insolvens

När gäldenären inte fullföljer sina åtaganden enligt avtalen har borgenärerna vissa lagstadgade möjligheter att framtvinga ränte- eller återbetalning av lånen. Först bör det dock konstateras om gäldenären är insolvent¹¹⁹ eller ej. Insolvens definieras i KonkL 1:2 st. 2 ”*Med obestånd (insolvens) avses att gäldenären inte kan rätteligen betala sina skulder och att denna oförmåga inte är tillfällig*”. Utifrån definitionen kan två närliggande rekvisit utläsas; en tidsaspekt och ett tillförlitlighetskrav.¹²⁰ För att konstatera att gäldenären är på obestånd krävs således en bedömning av gäldenärens åtaganden och framtida händelser. Anses gäldenärens betalningssvårigheter så pass allvarliga att båda rekvisiten är uppfyllda kan gäldenären försättas i konkurs.¹²¹ Vid en konkurs fräntas gäldenärens egendom samt en avveckling av samtliga affärer sker i enlighet med KonkL 3:5. Efter försäljning tilldelas borgenärerna inbringat belopp efter inbördes prioritet enligt FRL. Det bör dock noteras att konkursförvaltaren bestämmer vilka avtal som denne vill beakta vid konkursen.¹²² Mellan den seniora och mezzaninelånggivaren torde detta dock inte ha någon större inverkan eftersom intercreditoravtalen är oberoende av konkursförvaltarens agerande. Avtalet reglerar deras inbördes rättigheter varför rättsförhållande dem emellan inte torde förändras.¹²³

Vid en konkurs kan borgenärerna komma överens om att sätta ned sina anspråk och endast få betalt med viss procent av sina ursprungliga fordringar. Detta kallas ackord och regleras i KonkL kap. 12.¹²⁴ Ett beslut om ackord ska fastställas av domstol. Ackord kan vara fördelaktigt då borgenärerna försäkras sig om att åtminstone få utdelning av viss del av sin fordring. Oftast behandlar ackordet förhållandet mellan oprioriterade borgenärer, men innefattar ibland även borgenärer med allmänna säkerheter. Att borgenärer med särskilda säkerheter skulle frivilligt delta i ackordet och således försämma sina möjligheter att få tillbaka utlånade belopp är mindre

¹¹⁹ Insolvens är ett synonymt uttryck till obestånd.

¹²⁰ Folkesson, s 23.

¹²¹ Konkurs förutsätter således att de två rekvisiten i KonkL 1:2 är uppfyllda. Observera att även gäldenären själv kan ansöka om konkurs, även om detta inte är tvingande.

¹²² Henriksson och Lance, s. 32.

¹²³ Henriksson.

¹²⁴ Ackord är inget eget insolvensförfarande men förekommer i samband med konkurs eller företagsrekonstruktion som en metod för att bereda återbetalning till borgenärerna. Det skulle dock kunna förekomma självständigt, men detta är mycket ovanligt. (Nerep, intervju).

rimligt.¹²⁵ Vidare är rättsläget oklart om efterställda fordringsägare får delta vid ackord och företagsrekonstruktion. Detta bottnar i avsaknaden av särskiljandet i praxis av olika tillvägagångssätt för att uppnå efterställning och således är juniorborgenärer inte att betrakta som en homogen grupp.¹²⁶ Mezzaninelånggivare kan ha både en särskild/allmän förmånsrätt samt en del som blir oprioriterade enligt FRL, till skillnad från långgivare som endast har en enligt FRL 19 § efterställd fordring. Efterställningen bör ses utifrån metoder att framställa efterställning som redogjorts för i kapitel 4. Se särskilt behandlingen av NJA 2003 s. 128 som belyser efterställning vid ackord.

På grund av den värdeförstöring som sker när företaget avvecklas och tillgångarna säljs har det i svensk rätt införts en möjlighet att förhindra detta. I de fall när krisföretaget uppskattas ha goda möjligheter till framtida lönsamhet kan ett bättre förfarande utgöras av företagsrekonstruktion. Syftet med företagsrekonstruktion är enligt förarbeten att ge gäldenären rådrum för att bedöma om det är möjligt att ändra verksamheten i en positiv riktning så att den kan fortleva.¹²⁷ Vid en företagsrekonstruktion utses en rekonstruktör som hjälper gäldenären att helt eller delvis driva verksamheten vidare.¹²⁸ När en företagsrekonstruktion inleds inträder särskilda rättsverkningar för gäldenären och borgenärerna. Gäldenärens rådighet över egendomen begränsas och möjligheten om att ansöka om utmätning förhindras. Detta för att inte egendom som behövs för företagets fortsatta drift ska undanröjas.¹²⁹ För att kunna driva verksamheten vidare är det i de flesta fallen nödvändigt att precis som vid konkurs åstadkomma en uppgörelse med borgenärerna, ackord.¹³⁰ De finns två former av ackord; frivilliga (underhandsackord) respektive tvingande (offentliga). Har beslut om företagsrekonstruktion meddelats och tvingande ackord fastställts blir återvinningsreglerna i KonkL tillämpliga. Dock kan enbart de borgenärer med fordringar som deltar i ackordsförhandlingar samt rekonstruktören väcka talan om återvinning.¹³¹ Vidare deltar inte borgenärer som har en förmånsberättigad fordring eftersom det förutsätts att ett företag i rekonstruktion ska ha tillgångar som överstiger de förmånsberättigade fordringarna.¹³²

¹²⁵ Nerep, intervju.

¹²⁶ Olika efterställningsmöjligheter har behandlats i kap 4. Se särskilt behandlingen av NJA 2003 s. 128.

¹²⁷ Prop. 1995/96:5 s 172.

¹²⁸ Malmström & Agell, s. 199.

¹²⁹ SOU 1992:113 s. 357

¹³⁰ Malmström & Agell, s. 199. Se även Folkesson, s. 124.

¹³¹ Hellner & Mellqvist, s. 180 ff. Observera särskild KonkL 4:2 st. 2.

¹³² FrekL 3:3 samt prop.1995/96:5 s. 116.

5.2.2 Förfarande vid solvens

Är rekvisiten för obestånd enligt KonkL 1:2 inte uppfyllda, trots att gäldenären har betalningssvårigheter finns det andra förfaranden borgenären kan använda sig av för att söka återbetalning. Borgenären kan genom utsökning, exekution, tvinga gäldenären att betala. Borgenären måste då förskaffa sig en exekutionstitel som fastslår att gäldenären är betalningsskyldig.¹³³ Detta kan ske genom rättegång eller genom ansökan hos kronofogdemyndigheten i enlighet med lagen om betalningsföreläggande. Exekutionstiteln kan sedan användas för att begära utmätning för fordringar hos kronofogdemyndigheten. Kronofogdemyndigheten kan då utmäta egendom hos gäldenären så att det täcker den fordring som borgenären med exekutionstitel har. Utmätning kan endast ske av egendom med särskild förmånsrätt. Således kan genom detta förfarande av de nämnda säkerheterna endast pant av fast egendom åberopas. Det är dock vanligare att stämning gällande avtalsbrott äger rum än att kreditgivarna söker vinna rätt genom ansökan till kronofogdemyndigheterna. Är gäldenären fortfarande solvent är risken för reducerad eller nullitet av återbetalningen inte lika överhängande. Dock bör åtgärder enligt avtalen begagnas för att säkerställa betalning framöver. Notera att mezzaninelånggivarens rätt till exekution ofta är begränsad genom mezzaninelånets restriktion beträffande påtryckningsmetoder på gäldenären via exempelvis avtalsreglerade *standstill-perioder*.

5.3 Några särskilda rättsfrågor

En sakrättslig frågeställning som kan aktualiseras i en mezzaninetransaktion är vad sker när det är mezzaninelånggivaren eller den seniora långgivaren som hamnar på obestånd. Även utbetald ränta på mezzaninelånet är efterställd seniorlånggivaren. Ofta brukar seniorlånggivaren kräva att mezzaninelånggivaren redovisar räntan på särskilt konto. Hamnar mezzaninelånggivaren däremot på obestånd vidgar sig frågan till om den seniora långgivarens krav på utbetald ränta genom efterställningen står sig i konkursen. Med utgångspunkt i SkbrL torde det vara av betydelse om gäldenären är medveten om rådande avtal borgenärerna emellan samt hur denne blivit underrättad. Är gäldenären medveten om avtalen mellan borgenärerna vilket kan tas för givet vid

¹³³ Malmström & Agell, s. 199.

en större transaktion innehållande mezzaninelån bör enligt en analog tolkning¹³⁴ av SkbrL 31 § den seniora långgivarens krav stå sig i konkursen. Mot förmodan att gäldenären inte underrättats därom men ändå fått kännedom om avtalet torde det enligt SkbrL 29 § vara avgörande för bedömningen, rörande befriande verkan, om gäldenären oaktat avtalet vid betalningen. I det fall gäldenären varken underrättats eller fått kännedom om avtalet bör således motsatsen förstås och den seniora långgivarens rätt står sig inte vid mezzaninelånggivarens obestånd.¹³⁵

En annan intressant aspekt som bör kommenteras är kvittningsrätten för efterställningar skapade genom borgenärsavtal. Viss vägledning kan erhållas genom pantsättningsreglerna,¹³⁶ som kan tolkas analogt med skuldebrevsrättslig reglering.¹³⁷ Med utgångspunkt i SkbrL torde det vara möjligt för mezzaninelånggivaren att kvitta egen skuld till gäldenären om den seniora långgivaren ger sitt medgivande. Detta då borgenärsavtalet mellan senior- och juniorlånggivare inte påverkar äganderätten till mezzaninelånggivarens fordring på gäldenären.¹³⁸

Fråga om gäldenären vid obestånd kan kvitta sin skuld till mezzaninelånggivaren med fordring på denna är av mer osäker karaktär. Till skillnad från pantsättning där dylik kvittning inte varit möjlig kan det däremot vid efterställning, som skiljer sig från konstruktionen av pantsättning, vara möjligt genom den allmänna ömsesidighetsregeln.¹³⁹ Vid en solid efterställning där betalning till mezzaninelånggivaren ska separeras på öronmärkt konto och den seniora långgivaren således kan framställa krav på mezzaninelånggivaren om kvittningsbeloppet, torde kvittning ligga i den seniora långgivarens intresse. Är separationen endast kopplad till faktisk utbetalning borde den seniora långgivaren motsätta sig kvittningsrätten.¹⁴⁰ Således för att en solid efterställning ska uppkomma borde begränsning till faktiskt utbetalning inte stipuleras.

¹³⁴ Nerep, föreläsning. Det som gäller för enkla skuldebrev gäller även för fordringar. Reglerna kan tillämpas analogt på fordringar. Vidare konstateras att den seniora långgivarens rätt utifrån efterställningsavtal åtnjuter skydd enligt skuldebrevsrättsliga principer. (Lindskog, 1992, s. 643)

¹³⁵ Lindskog, 1992, s. 642 f. Se Håstad för mer ingående resonemang.

¹³⁶ Lindskog, 1992, s. 644.

¹³⁷ Nerep, föreläsning samt NJA 1986 s. 217.

¹³⁸ Lindskog, 1992, s. 644.

¹³⁹ Lindskog, 1992, s. 644.

¹⁴⁰ Lindskog, 1992, s. 644.

6 Avslutning

Detta avslutande kapitel fyller två funktioner. För det första sammanfattas uppsatsen. För det andra kommenterar vi bland annat det nuvarande läget på marknaden och vikten att inkorporera de legala riskerna i den ekonomiska analysen.

6.1 Sammanfattning

Som komplement till traditionell finansiering innebär mezzaninefinansiering åtskilliga fördelar då det bland annat möjliggör för ökad belåning och skräddarsydda finansiella lösningar. Det vanligaste mezzanineinstrumentet som förekommer på marknaden idag är fordringsmezzanine. Det innebär i princip en till det seniora lånet efterställd fordring. Efterställning sker vanligtvis i lånedokumentationen genom efterställningsvillkor. Vilka som är parter till avtalet samt hur villkoren ser ut har stor inverkan för mezzaninelånggivarens ställning vid exempelvis obestånd. HD har i de få rättsfall de behandlat, rörande efterställningar, haft svårt att tolka dokumentationen och syftet utifrån den rådande situationen på finansmarknaden. Det har inneburit att villkoren har fått annan än tänkt betydelse. Det viktigaste avtalet för konstruktion av efterställning vid fordringsmezzanine är intercreditoravtal som är ett borgenärsavtal. För att kunna göra en adekvat riskbedömning krävs dock att efterställningen problematiseras så att ställningen vid de olika obeståndssituationerna klarläggs. De tre aspekterna rörande betalning, säkerheter och påtryckningsmetoder, som uppsatsen har belyst rörande efterställningens innebörd, är de tre som mezzaninelånggivarna och de seniora långgivarna vanligtvis vill uppnå vid större transaktioner för att skapa en solid efterställning. I transaktioner av den karaktär som vi har diskuterat rörande större förvärv eller utköp, är efterställning riktad till viss borgenär utifrån prioritet beträffande aspekterna. En solid efterställning är avgörande för att minimera oönskade överraskningar vid någon av parternas obestånd och ämnar således säkerställa utfallet vid potentiella problematiska situationer.

Vid konkurs är gäldenärens alla tillgångar tillgängliga genom att verksamheten avvecklas och avyttras. Fördelningen sker efter förmånsrättsliga regler och mezzaninelånggivarna är därigenom beroende av vad som finns kvar när seniorlånggivarna, som har förstaprioritet, har tillgodosetts. Ett alternativt förfarande vid insolvens är företagsrekonstruktion. Det kan ske ifall

värdeförstöringen vid likvidering av företaget anses så allvarlig att det är fördelaktigt att söka andra alternativ. En rekonstruktör utses för att driva verksamheten vidare, samt att söka överenskommelse med borgenärerna om återbetalning genom ackord. Mezzaninelångivarna har vid företagsrekonstruktion liksom vid konkurs en sämre ställning genom sin andraprioritet. Dock har det framkommit att mezzaninefonder genom höga krav på information från företaget snabbt positionerar sig genom att öka inflytandet vid avtalsbrott.

Utöver kontraktuell efterställning förekommer strukturell efterställning genom att lån placeras på en annan nivå längre bort ifrån intjäningsförmågan i koncernstrukturen. Strukturell efterställning anses säker ifråga om efterställningens soliditet, men kan dock försvagas genom exempelvis ett koncernlån, där mezzaninelånet ”lånas vidare”.

6.2 Författarnas kommentar

Dagens marknad präglas av högt belånade transaktioner. Dessa utköp eller refinansieringar är relativt lönsamma och många aktörer vill delta i ”hypen”. Det innebär en ökad konkurrens mellan banker, som de traditionella finansiärerna, och fonder som erbjuder riskkapital. Hos traditionella finansiärer kan två förändringar skönjas. Dels tar de större positioner för att stå sig i konkurrensen med andra finansiärer och dels erbjuder de nya finansieringsalternativ. För att behålla de lukrativa finansiella tjänsterna i gäldenärens dagliga verksamhet och för att undvika problematiken med tredje part (mezzaninefonder) pressas de svenska storbankerna att ta allt större positioner. De tvingas att erbjuda andra instrument, på nivåer som de tidigare inte accepterat. Vi anser att detta kan innebära vissa risker och frågar oss om bankerna har täckning för de medförande riskerna. Även om bankernas belåning idag inte verkar medföra några större problem finns risken att de dras med i en alltför positiv syn på marknaden. Om detta medför att bankerna överger tidigare principer för kreditgivning och således brister i sin kreditbedömning kan det leda till förluster vid sämre konjunkturläge. Å andra sidan har gäldenären i en mezzaninetransaktion högre nivåer på nyckeltal än genomsnittet, vilket innebär att dessa borde vara mer stabila och mindre riskfyllda. Således verkar marknads finansiella bedömningar vara adekvata. Dessutom träder de nya kapitaltäckningsreglerna i bruk vid årsskiftet vilka innebär

högre krav på riskhantering och genomlysning av företagets verksamhet vid kreditgivning. De risker som tidigare omnämnts torde därmed beaktas ytterligare genom att regleringen förstärks.

Det har framkommit att aktörerna på marknaden är väl införstådda i de finansiella riskerna vad gäller finansieringen, dock återstår problematiken kring de juridiska bedömningarna av vad finansieringsformen, mezzanine, innebär. Trots att fokus verkar ligga på den ekonomiska analysen vid finansiering kvarstår en stor del av riskerna eftersom aktörerna verkar ta för lätt på den juridiska innebörden av vad avtalen kan få för effekter i olika situationer. Rättsfallen har speglat denna nonchalans. Utifrån intervjuer och marknadsinformation verkar det dock inte som om rättsfallen har påverkat synsättet nämnvärt, vilket är uppseendeväckande då domsluten i de båda fallen gav motsatt effekt än vad syftet med transaktionerna var. Det verkar som om aktörerna på marknaden har samma naiva syn som avtalsparterna i NJA 1997 s. 382. I den rådande situationen kunde de inte se hur affären skulle kunna misslyckas eftersom *”kreditgivarnas engagemang framstod som i det närmaste riskfritt”*¹⁴¹. Vår observation av lättvindigheten för förståelsen av dokumentationens vikt bevisas ytterligare av att det i NJA 1997 s. 382 aktuella borgenärsavtalet endast bestod av fyra paragrafer. Dessutom hade inte den ena parten någon juridisk rådgivning vid kontraktsförhandlingen till avtalet.

Ytterligare bevis på nonchalansen gällande betydelsen av dokumentationen gestaltas i utformningen av avtal. Standardavtal, hämtade från utländska branschorganisationer, ligger ofta till grund för avtalen i transaktionerna. Dessa avtal är utformade utifrån utländsk lagstiftning och är således inte helt applicerbara på svenska förhållanden. Framförallt har det framgått att vad formuleringar får för innebörd i svensk lagstiftning negligeras av parterna. Det bör noteras att avtal i svensk rätt tolkas mer utifrån lagtext än vad som sker i andra jurisdiktioner, exempelvis England, där regleringen i kontraktet har större betydelse.

Det oklara rättsläget genom domstolens ibland förbryllande tolkning av dokumentationen tillsammans med den höga skuldsättningsgraden hos gäldenären förstärker vikten av att säkerställa för så väl mezzaninelånggivaren som den seniora långgivaren vad efterställningen egentligen ämnar syfta till. En framtida konkursvåg skulle annars kunna innebära stora oanade

¹⁴¹ NJA 1997 s. 382 sidan 389.

konsekvenser för aktörerna samt instrumentens fortsatta acceptans på marknaden. Trots att alla transaktioner skiljer sig åt kan utifrån HDs domslut urskönjas vissa riktlinjer för dokumentationen. Vi har tidigare konstaterat att efterställningen kan ske på olika sätt, vilka beror på hur avtalen är upplagda och emellan vilka avtalen står. Det är viktigt att konstatera att efterställningen inte ska vara situationsberoende utan att den seniora långivarens prioritet skall gälla vid alla insolvensförfaranden och att hänsynstagande visats till de tre aspekterna för efterställning. För mezzaninelånggivaren är det av stor vikt att se till att efterställningen sker till viss borgenär och inte hela borgenärskollektivet samt att fordringen är icke personlig. Enklast bör detta framgå i ett borgenärsavtal, intercreditoravtal. Vad som framförallt bör uppmärksammas är att rättsläget vad gäller efterställning och efterställningsvillkor är oklart. Det är kanske inte för aggressivt att konstatera att en tolkning av ett borgenärsavtal idag skulle kunna medföra en annan bedömning än i NJA 1997 s. 382, då avtalen numera är ordentligare utformade samt utgör norm på den finansiella marknaden. Detta dels för att mezzaninefinansiering är mer framträdande idag än för tio år sedan. Oavsett denna aspekt bör i stora transaktioner med hög skuldsättningsgrad noggrannhet vad gäller utformningen av efterställningen ske, för att möjliggöra vattentäta avtal genom en solid efterställning.

I anslutning till resonemanget kring de legala riskerna vill vi återigen poängtera att kreativitet av kombinationer av instrument kan få avgörande betydelse i andra situationer än i de obligations- och sakrättsliga som framkommer vid avtalstolkningar i obeståndssituationer. En aktiebolagsrättslig bedömning av instrumentet som lån eller eget kapital bör även beaktas i analysen av transaktionens risker. Vid mezzaninefinansiering i den bemärkelse som vi har diskuterat genom uppsatsen torde detta dock inte skapa större problem.

Fördelarna med mezzaninefinansiering är inte begränsade till större transaktioner utan kan även vara betydande för små och medelstora företag, då dessa företag i många fall efterfrågar alternativ finansiering. För att mezzaninefinansiering ska bli legitim i de situationerna måste de juridiska förutsättningarna för finansieringsformen bli tydligare. Detta skulle kunna möjliggöra att vi i framtiden förknippar mezzaninelån med mindre transaktioner, eftersom det är ett utmärkt sätt för ett mindre företag att attrahera kapital utan att ägar rättigheter fördelas.

7 Käll- och litteraturlista

7.1 Juridiska rättskällor

7.1.1 Lagtext

Aktiebolagslag (2005:551) [Cit ABL].

Förmånsrättslag (1970:979) [Cit FRL].

Handelsbalken [Cit HB].

Jordabalken [Cit JB].

Konkurslag (1987:672) [Cit KonkL].

Lag (1936:81) om skuldebrev [Cit SkbrL].

Lag (1987:617) om bank- och finansieringsrörelse. [Cit Gamla Bankrörelselagen].

Lag (1990:746) om betalningsföreläggande.

Lag (1994:448) om pantbrevsregistrering.

Lag (1994:2004) om kapitaltäckning och stora exponeringar för kreditinstitut och värdepappersbolag [Cit Lag om kapitaltäckning].

Lag (1996:764) om företagsrekonstruktion [Cit FrekL].

Lag (2003:528) om företagsinteckning [Cit FIL].

Lag (2004:297) om bank- och finansieringsrörelse. [Cit Bankrörelselagen].

7.1.2 Förarbeten

SOU 1992:113 Lag om företagsrekonstruktion, Slutbetänkande av Insolvensutredningen [Cit SOU 1992:113].

Prop. 1995/96: 5 Lag om företagsrekonstruktion [Cit 1995/96:5]

SOU 1999:1 Nya förmånsrättsregler [Cit SOU 1999:1].

7.1.3 Rättsfall

NJA 1935 s. 270.

NJA 1986 s. 217.

NJA 1997 s. 382.

NJA 2003 s. 128.

7.1.4 Doktrin

7.1.4.1 Artiklar

Bradley, Caroline, *Private International Law-Making for the Financial Markets*, University of Miami School of Law, Miami, USA, 2005.

Durban, Jörgen & Malm, Anders, *Kapitalandelslåneförbudet i ny tappning?*, JT 2003-04, s. 774-793.

Forti, David, W. & Stafford, Timothy, A., *Mezzanine Debt: Suggested Standard Form of Intercreditor Agreement*, Dechert, USA, 2002.

Lance, Andrew, A., *Structural protections in inter-creditor agreements for mezzanine loans*, Briefings in Real Estate Financing Vol. 4 No. 1 s. 21-36, Henry Stewart Publications, New York, 2004.

Lindskog, Stefan, *Om efterställningsvillkor*, SvJT 1992 s. 609-645 [Cit Lindskog, 1992].

Lindskog, Stefan, *Aktuella spörsmål – Mer om Efterställningsvillkor*, SvJT 1993 s. 358-361 [Cit Lindskog, 1993].

Lindskog, Stefan, *Om opersonliga fodringar*, Gregow, Torkel, Håstad, Torgny, Höglund, Olle, Lambertz, Göran (red), *Festskrift till Gösta Walin*, Norstedts juridik, Stockholm, 2002. [Cit Lindskog, 2002].

Lindskog, Stefan, *Efterställda Fodringar*, JT 2003-04, s. 114-118 [Cit Lindskog, 2003].

7.1.4.2 Böcker

Adlercreutz, Axel, *Avtalsrätt 1*, 11 u, Studentlitteratur, Lund, 2000 [Cit Adlercreutz, Avtalsrätt].

Adlercreutz, Axel, *Finansieringsformers rättsliga reglering*, 4 u, Studentlitteratur, Lund, 2004 [Cit Adlercreutz, Finansieringsformer].

Andrén, Niclas, Eriksson, Tore & Hansson, Sigurd, *Finansiering*, 1 u, Liber Ekonomi, Trelleborg, 2003.

Bergström, Svante & Lennander, Gertrud, *Kredit och säkerhet*, 8 u, Iustus Förlag AB, Uppsala, 2001.

Brealey, Richard A. & Meyers, Stewart C., *Principles of Corporate Finance*, 7 u, MacGraw-Hill Higher Education, New York, USA, 2003.

Broomé Per, Elmér, Leif & Nylén, Bertil, *Kreditgivning till företag*, 5 u, Studentlitteratur, Lund, 1998.

Ericsson, Martin, *Konvertibla vinstandelsbevis*, Juristförlaget, Stockholm, 1988.

Folkesson, Enar, *Företaget i Ekonomisk kris*, 6 u, Thomson Fakta, Stockholm, 2006.

Hellner, Trygve & Mellqvist, Mikael, *Lagen om företagsrekonstruktion, En kommentar*, Norstedts juridik, Stockholm, 1997.

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

Lindahl, Magnus, *Bankens villkor i låneavtal vid kreditering till högt belånade företagsförvärv*, UniTryck, Linköping, 2000.

Malmström, Åke & Agell, Anders, *Civilrätt*, 16 u, Liber Ekonomi, Uppsala, 1999.

Nevitt, Peter, K. & Fabozzi Frank, J., *Project Financing*, 7 u, Euromoney books, London, 2000.

Rhodes, Tony, *Syndicated Lending*, 4 u, Euromoney Institutional Investor Plc, London, 2004.

Sandeberg, Catarina af, *Aktiebolagsrätten*, Narayana Press, Danmark, 2006.

Svensson, Bo & Danelius, Johan, *Nya Aktiebolagslagen*, Tholin&Larsson, Stockholm, 2005.

Walin, Gösta, *Panträtt*, Norstedts juridik, Stockholm, 1991.

Walin, Gösta & Gregow, Torkel, *Förmånsrättslagen, lönegarantilagen m.m. En kommentar*, 5u, Norstedts juridik, Stockholm, 2004.

Woods, Philip, R., *The law of subordinated debt*, Sweet & Maxwell Ltd, London, 1990.

7.1.4.3 Uppsatser

Fritz, Henrik & MacArthur, Patrick, *Företagshybridkapital i Sverige*, Examensarbete 10 poäng, Handelshögskolan i Stockholm, 2006.

Lindgren, Mikael, *Ny företagsinteckning – nya förutsättningar vid kreditgivning*, Examensarbete 20 poäng, Lunds Universitet, 2003.

7.2 Andra källor

7.2.1 Rapporter

Credit Suisse (utg), *Systems of Corporate Finance*, Zurich, 2005 (Economic Briefing No. 39) [Cit Credit Suisse, No. 39].

Credit Suisse (utg), *Mezzanine Finance – A Hybrid Instrument with a Future*, Zurich, 2005 (Economic Briefing No. 42). [Cit Credit Suisse, No. 42].

Finansinspektionen (utg), *Företagens interna kapitalutvärdering*, Stockholm, 2005 (Rapport 2005:8, DNR 05-5939-350).

Fitch Ratings (utg), *The European mezzanine market in H106: Raising the stakes*, London, 2006 (European Leveraged Finance Special Report 2006-07-27) [Cit: Fitch Ratings July 2006].

McKinsey & Company (utg), *Sveriges ekonomiska välstånd*, Stockholm, 2006 [Cit McKinsey].

LMA (utg), *Guide to Syndicated Leveraged Finance*, London, 2006 [Cit LMA, Guide].

Sveriges Riksbank (utg), *Finansiell stabilitet 2006:1*, Stockholm, 2006 [Cit Sveriges Riksbank, Finansiell stabilitet].

Sveriges Riksbank (utg), *Den svenska finansmarknaden*, Stockholm, 2006 (ISSN 1401-7348) [Cit Sveriges Riksbank, Finansmarknaden].

7.2.2 Intervjuer

Fogestad, Ulla, rådgivare på Almi företagspartner i Linköping, telefonintervju den 2006-10-07.

Hedlund, Andreas, analytiker på EQT Partners AB, 2006-09-27 på EQTs kontor i Stockholm.

Henriksson, Per, doktorand och advokat på Lindahls Advokatbyrå KB, 2006-09-13 på Lindahls kontor i Stockholm.

Lindskog, Stefan, delägare på Wistrand Advokatbyrå, 2006-10-19 på Wistrands kontor i Stockholm [Cit Lindskog, intervju].

Nerep, Erik, professor i svensk och internationell handelsrätt, 2006-10-27 på Rättsvetenskapliga institutionen, Handelshögskolan i Stockholm [Cit Nerep, intervju].

Ståhl, Mikael, delägare på Advokatbyrån Vinge KB, 2006-09-11 på Vinges kontor i Stockholm.

Wiklund, Jan, Leveraged Finance på Royal Bank of Scotland, 2006-09-22 på RBS kontor i Stockholm.

7.2.3 Internet

http://www.expowera.com/mentor/juridik/juridik_konkurs_formansratt.htm

<http://www.loan-market.assoc.com> [Cit LMA].

7.2.4 Övrigt

Advokatfirman Vinge KB, *Intercreditor Agreement*, Stockholm, 2006 [Cit Vinge, ICA].

Advokatfirman Vinge KB, *Mezzanine Loan Agreement*, Stockholm, 2006 [Cit Vinge, Mezzanine].

Nerep, Erik, *Föreläsning 3 i Kredit- och obeståndsrätt (7108)*, Handelshögskolan i Stockholm, 2006-01-24 [Cit Nerep, föreläsning].

Standard & Poor's (utg), *LCD European Mezzanine Review Q206*, Presentation Q2 2006, Tillgänglig på <http://www.standardandpoors.com> [Cit S&P, presentation].