



Företagsekonomiska Institutionen
EKONOMIHÖGSKOLAN VID
LUNDS UNIVERSITET

Kandidatuppsats i finansiering
Januari 2002

Värdepapperisering av reala kapitalintensiva tillgångar i Sverige

Författare

Kristoffer Ljungfelt
Fredrik Wijkström

Handledare

Tore Eriksson
Hossein Asgharian

Sammanfattning

Titel	Värdepapperisering av reala kapitalintensiva tillgångar i Sverige.
Seminariedatum	16 januari, 2002.
Uppsatsämne	Kandidatuppsats i finansiering 10 p, Företagsekonomiska institutionen, Ekonomihögskolan vid Lunds Universitet.
Handledare	Tore Eriksson, Hossein Asgharian.
Nyckelord	Värdepapperisering, Securitization, Reala kapitalintensiva tillgångar, SPV, Originator.
Syfte	Syftet med denna uppsats är att göra en deskriptiv analys av finansieringstekniken värdepapperisering samt utreda vilka reala kapitalintensiva tillgångar som ligger närmast en värdepapperisering i Sverige i dagsläget.
Metod	Både litteratur och empiri har studerats. Under forskningsprocessen behandlas allmänna teorier inom området värdepapperisering och hur en sådan finansieringstransaktion är konstruerad. Utredningsprocessen, som består av intervjuer gjorda i 16 företag, analyseras med hjälp av forskningsprocessen.
Slutsats	Resultatet av den empiriska undersökningen i relation till teoristudierna påvisar att de reala kapitalintensiva tillgångar som ligger närmast en värdepapperisering i Sverige i dagsläget utgörs av bostadsfastigheter och krafttillgångar. I allmänhet finns det en relativt god kunskap om värdepapperisering. Intresset för denna typ av finansieringsform kommer förmodligen att öka i takt med att prisbilden förbättras som en följd av ökad standardisering.

Förord

Under samtal med fastighetsbolaget Diligentias före detta VD, Mats Cederholm, väcktes författarnas intresse för ämnet värdepapperisering. Då varken användningen eller kunskapen om denna finansieringsteknik är speciellt spridd i Sverige förelåg i författarnas tycke ett tydligt incitament att fördjupa sig inom detta ämnesområde. Efter åtskilliga timmars informationssökande på Internet etablerades kontakt med Corporate Finance-avdelningen på Öhrlings PriceWaterhouseCoopers i Stockholm, där två av medarbetarna visade sig vara villiga att bistå med tid, råd och ovärderlig hjälp.

För genomförandet av denna uppsats vill vi gärna framföra vårt stora tack till våra handledare Tore Eriksson och Hossein Asgharian. Vidare vill vi tacka Lars Bergström och Stefan Engström på Öhrlings PriceWaterhouseCoopers, samt alla de tillmötesgående personer som varit villiga att medverka i vår undersökning. Slutligen vill vi tacka Legris Scandinavia för deras bidrag i samband med tryckningen av denna uppsats.

Kristoffer Ljungfelt

Fredrik Wijkström

Innehållsförteckning

1. INTRODUKTION.....	6
1.1 INLEDNING	6
1.2 BAKGRUND.....	6
1.3 PROBLEMDISKUSSION.....	8
1.4 SYFTE	9
1.5 AVGRÄNSNINGAR.....	10
1.6 MÅLGRUPP.....	10
1.7 DISPOSITION AV KAPITEL	11
2. METOD.....	12
2.1 VETENSKAPLIGT ANGREPPSSÄTT	12
2.2 RAMBETINGELSER.....	12
2.3 FORSKNINGSPROCESSEN	13
2.3.1 Dokumentstudier.....	13
2.3.2 Urval av experter.....	13
2.3.3 Intervjuer.....	14
2.4 UTREDNINGSPROCESSEN	15
2.4.1 Dokumentinsamling.....	15
2.4.2 Urval av intervjubolag	15
2.4.3 Intervjuer.....	16
2.5 KÄLLGRANSKNING	17
2.5.1 Observation	17
2.5.2 Ursprung	17
2.5.3 Tolkning	17
2.5.4 Användbarhet.....	18
2.5.5 Intervjuerna	18
2.5.6 Bortfall	18
3. PRAKTISKT RAMVERK	19
3.1 VAD ÄR VÄRDEPAPPERISERING?	19
3.2 DEFINITIONER.....	20
3.3 HISTORIK	21
3.4 GRUNDIDÉN BAKOM EN VÄRDEPAPPERISERING	22
3.5 MARKNADEN FÖR VÄRDEPAPPERISERING	22
3.5.1 Utveckling och drivkrafter i Europa	23
3.5.2 Sverige.....	23
4. FINANSIELL TEORI.....	24
4.1 MODIGLIANI & MILLERS TEORI OM KAPITALSTRUKTURER	24
4.2 AGENT TEORIN.....	25
4.3 KONFLIKTEN MELLAN FÖRETAGETS AKTIEÄGARE OCH LÅNGIVARE.....	25
4.4 “THE PECKING-ORDER THEORY OF CORPORATE FINANCE”	27
4.5 RESULTAT AV TIDIGARE FORSKNING	27
4.5.1 Värdepapperisering i industriella företag	27
4.5.1.1 Eliminering av tillgångssubstitution.....	28
4.5.1.2 Eliminering av underinvestering	28
4.5.1.3 Asymmetrisk information.....	29
4.5.1.4 Expropriering av företagets intressenter.....	29
4.5.2 Värdepapperiseringens förmögenhetseffekter	30
5. VÄRDEPAPPERISERINGENS SAMHÄLLSEFFEKTER.....	31
5.1 DET FINANSIELLA SYSTEMETS FUNKTION.....	31
5.2 VÄRDEPAPPERISERINGENS PÅVERKAN PÅ DET FINANSIELLA SYSTEMET	31
5.3 VÄRDEPAPPERISERING HOTAR BANKERNAS EXISTENS	32

6. TEORETISKT RAMVERK	34
6.1 VÄRDEPAPPERISERINGSPROCESSEN	34
6.1.1 <i>Aktörer</i>	34
6.1.2 <i>Grundstrukturen vid värdepapperisering</i>	35
6.1.3 <i>Conduit och Term product</i>	36
6.1.4 <i>Kreditförstärkningar</i>	36
6.1.4.1 <i>Interna kreditförstärkningar</i>	37
6.1.4.2 <i>Externa kreditförstärkningar</i>	39
6.1.5 <i>Ratingförfarandet</i>	40
6.1.5.1 <i>Rating av en värdepapperiserad tillgångsmassa</i>	40
6.1.6 <i>Värdepapperiseringsstrukturen</i>	41
6.2 VILKA TYPER AV TILLGÅNGAR KAN VÄRDEPAPPERISERAS?	42
6.2.1 <i>Tillgångens karaktärsdrag</i>	42
6.3 MOTIVEN BAKOM EN VÄRDEPAPPERISERING	43
6.3.1 <i>Originatorns fördelar av en värdepapperisering</i>	44
6.3.2 <i>Att investera i värdepapperiseringar</i>	45
6.3.3 <i>Nackdelar med värdepapperisering</i>	45
6.4 TIDIGARE VÄRDEPAPPERISERINGAR AV KAPITALINTENSIVA TILLGÅNGAR	46
6.5 REDOVISNINGSREGLER VID VÄRDEPAPPERISERING	48
6.6 VÄRDEPAPPERISERINGENS JURIDISKA ASPEKTER	48
7. DEN EMPIRISKA UNDERSÖKNINGEN	50
7.1 SKOGSBRANSCHEN	50
7.1.1 <i>Värdepapperisering inom skogsbranschen</i>	50
7.2 KRAFT- OCH ENERGIBOLAG	54
7.2.1 <i>Värdepapperisering inom kraftbranschen</i>	54
7.3 TRANSPORT/REDERIER	59
7.3.1 <i>Värdepapperisering inom transport- och rederibranschen</i>	60
7.4 FASTIGHETSBRANSCHEN	63
7.4.1 <i>Värdepapperiseringar i fastighetsbranschen</i>	63
7.5 STATLIG VERKSAMHET	66
7.5.1 <i>Värdepapperisering av statliga tillgångar</i>	66
8. RESULTATANALYS	72
8.1 DEN EMPIRISKA UNDERSÖKNINGENS ANKNYTNING TILL FINANSIELL TEORI	72
8.2 SAMHÄLSEFFEKTER	73
8.3 SAMBAND MELLAN EMPIRISKA RESULTAT OCH TEORETISKT RAMVERK	74
8.4 LÄMPLIGA REALA KAPITALINTENSIVA TILLGÅNGAR ATT VÄRDEPAPPERISERA UR TEORETISKT OCH EMPIRISKT PERSPEKTIV	75
8.4.1 <i>Skogsbranschen</i>	75
8.4.2 <i>Kraftbranschen</i>	76
8.4.3 <i>Transport- och rederibranschen</i>	77
8.4.4 <i>Fastighetsbranschen</i>	77
8.4.5 <i>Statlig verksamhet</i>	78
8.5.5 <i>Avslutande kommentarer</i>	78
9. SLUTSATSER OCH FÖRSLAG TILL VIDARE FORSKNING	80

BILAGA 1 - 5

1. Introduktion

1.1 Inledning

Den globala finansiella serviceindustrin har under de senaste två decennierna befunnit sig i ett tillstånd där den enda egentliga konstanten är förändringen. Välkända fenomen som datorisering, globalisering, institutionalisering, privatisering och även värdepapperisering påverkar och ligger till grund för de dynamiska finansiella innovationer som utvecklats under 1900-talets senare hälft, samt till den strukturomvandling som för närvarande pågår i branschen. Den ovan nämnda "iseringen" av det traditionella samhället omformar och kommer utan tvivel fortsätta omforma det finansiella landskapet så som vi känner det idag. En motiverad fråga uppenbarar sig alltså här: "Vilka är då de viktigaste finansiella innovationerna under det senaste kvartssektlet? Värdepapperisering, strukturerad finansiering och derivat är de allra viktigaste innovationerna som påverkat den finansiella sektorn under denna tidsrymd"¹.

Värdepapperisering ligger i tiden. I början av december 2001 genomförde det internationella fotbollsförbundet FIFA en värdepapperisering på den europeiska obligationsmarknaden till ett värde av 4,4 miljarder kronor. Som säkerhet för lånet använder sig förbundet av förväntade sponsorintäkter från fotbolls-VM i Japan och Korea nästa år. Redan för några år sedan drog rockstjärnan David Bowie in 440 miljoner kronor genom att sälja obligationer med framtida royaltyintäkter som säkerheter. En mängd branscher, företag och offentliga organisationer har följt rockstjärnans exempel. I december 2001 drog den italienska staten in 46 miljarder kronor när den sålde obligationer med framtida intäkter från två nationella lotterier som säkerhet. Samtidigt värdepapperiserade finanskoncernen ABN Amro sina lån till små och medelstora holländska företag till ett värde av 76 miljarder kronor². Även på den svenska marknaden finns exempel på företag som på senaste tiden genomfört värdepapperiseringar. Det nybyggda forskningscentret för Fysik, Astronomi och Bioteknik i Stockholm (Fysikcentrum) har på svenska statens uppdrag finansierats genom en värdepapperisering. Totalt emitterades obligationer till ett värde av 1,2 miljarder kronor.

1.2 Bakgrund

Vad är då värdepapperisering? Själva ordet värdepapperisering är ett försök till översättning av den amerikanska termen securitization, som utgör beteckning på en finansierings- och refinansieringsteknik, vilket förenklat innebär att en tillgång omvandlas till ett värdepapper.

Värdepapperisering benämns på åtskilliga ställen i den finansiella litteraturen som det nya millenniets finansiella instrument. Det är framförallt de teknologiska framstegen som har förändrat den finansiella världens struktur. Följande citat belyser denna utveckling i sina grundvalar:

"Just as the electronics industry was formed when the vacuum tubes were replaced by transistors, and transistors were then replaced by integrated circuits, the financial services

¹ Sinkey, Joseph F Jr, *Strategic Uses of Securitization and Structured Finance*, 1998.

² Dagens Industri, "Fifa säljer fotbolls-VM", 17 december 2001.

industry is being transformed now that securitised credit is beginning to replace traditional lending. Like other technological transformations, this one will take place over the years, not overnight. We estimate it will take 10 to 15 years for structured securitised credit to replace to displace completely the classical lending system -not a long time, considering that the fundamentals of banking have remained essentially unchanged since the Middle Ages."³

Det kanske mest fascinerande karaktärsdraget hos värdepapperisering som finansieringsteknik är det faktum att i princip alla olika typer av tillgångar går att värdepapperisera, förutsatt att tillgången är relativt homogen och att den har ett förutsägbart betalningsflöde. Då listan på potentiella tillgångar som skulle kunna värdepapperiseras i det närmaste skulle bli oändlig kan följande konstateras:

*"From cinema tickets to parking fines, almost everything is being securitized."*⁴

Den allmänna uppfattningen är att värdepapperisering erbjuder enorma möjligheter och signifikanta fördelar till både emittenter av de finansiella instrument som värdepapperiseringen möjliggör samt de investerare som placerar medel i instrumenten. Trots den underliggande potentialen befinner sig värdepapperisering i ett tidigt utvecklingsskede som finansieringsverktyg i Europa. Förståelsen, användningen och acceptansen för värdepapperisering varierar kraftigt från land till land. Huvudorsaken till detta beror med största sannolikhet på att värdepapperisering är något av en nyhet i finansieringssammanhang. Tekniken har nyligen introducerats i stora delar av Europa, men än åtnjuter den inte samma grad av förtroende, komfort och erkännande som andra, mer traditionella former av skuld- och eget kapitalfinansiering⁵.

Då värdepapperisering är en mycket vanligt förekommande finansieringsform i USA är det inledningsvis något förvånande att den inte alls fått samma genomslag i Europa. Det finns naturligtvis en mängd olika teorier och förklaringar till denna utveckling, men helt klart är att amerikanerna befinner sig hästlängder före oss européer vad beträffar riskhantering och adekvat lagstiftning.

Det finns många andra anledningar till varför värdepapperisering i dagsläget är ett aktuellt och spännande område inom finansiell ekonomi. Den svenska riksdagen godtog under våren 2001 propositionen 2000/01:19 "Bättre förutsättningar för värdepapperisering", vilken kort sagt hädanefter gör det ekonomiskt fördelaktigt att genomföra värdepapperiseringar i Sverige, jämfört med tidigare. Värdepapperisering medför även förbättrad informations- och kostnadseffektivitet genom att reducera intermediära avgifter, dvs. transaktionskostnader, samt genom att öka transparensen i tillgångsmassan. Det uppenbara är att de finansiella marknaderna blir mer effektiva och kompletta med värdepapperisering. Något som kanske är mindre uppenbart är att värdepapperisering faktiskt utgör en strategisk fara gentemot bankerna eftersom den faktiskt hotar deras existens. Citatet nedan åskådliggör denna problematik:

*"Securitization is the substitution of more efficient public capital markets for less efficient, higher cost financial intermediaries in the funding of debt instruments."*⁶

³ Lowell, B L, utdrag ur Kothari, Vinod, *Securitisaton - a primer*.

⁴ The Economist, s. 71, 9 maj, 1998.

⁵ European securitization, (1999), *A resource guide*, preface.

⁶ John Reed, fd styrelseordförande för Citicorp, USA, utdrag ur Sinkey, Joseph F Jr, (1998), *Strategic Uses of Securitization and Structured Finance*.

Avslutningsvis bör det konstateras att värdepapperisering medför stora fördelar även på samhällsnivån. Önskvärda sociala och ekonomiska mål som t.ex. skapandet av effektiva marknadsstrukturer och institutioner; en mer effektiv användning och rationell fördelning av kapital samt underlättandet för staten att uppnå sina fiskala, ekonomiska och lagstiftande policy-mål underlättas genom värdepapperisering av tillgångar.

1.3 Problemdiskussion

Då värdepapperisering är en relativt ny och oanvänd finansieringsteknik i Sverige är det av stor vikt att sprida kunskaper och skapa erfarenheter inom detta område, särskilt eftersom tekniken rönt enorma framgångar på de finansiella marknader där den tidigare använts. Merparten av de värdepapperiseringar som hittills genomförts i Sverige har utgjorts av s.k. Mortgage-Backed Securities (MBS), dvs. emitteringar av obligationer med bolån som underliggande säkerhet. Efter den positiva utgången av dessa, samt att en betydande lagändring skett⁷, visar marknaden och dess aktörer nu även ett stigande intresse för värdepapperisering av andra typer av homogena tillgångar med förutsägbara och stabila kassaflöden.

Efter konstaterandet att de fåtal uppsatser inom värdepapperisering som hittills författats i Sverige i största allmänhet är beskrivande eller inriktade på marknaden för bolån, föll det sig naturligt att försöka finna en intressant och relevant inriktning. För att få en bild av hur marknaden ser på värdepapperisering etablerades kontakt med Corporate Finance-avdelningen på Öhrlings PriceWaterhouseCoopers i Stockholm. Efter ett möte med Lars Bergström⁸, som professionellt arbetar med bland annat värdepapperiseringsfrågor, erhöll vi förslag på intressanta fördjupningsområden. Ett av de områden som Lars Bergström i dagsläget anser vara särskilt relevant att analysera är vilka typer av reala kapitalintensiva tillgångar som kan värdepapperiseras, vilka som äger dessa tillgångar idag och om intresse finns för att värdepapperisera dessa tillgångar.

Med ovanstående resonemang i åtanke kommer föreliggande kandidatuppsats i finansiering således att behandla ett delområde inom det övergripande ämnet värdepapperisering. Med tanke på att ämnesområdet är tämligen brett är det övergripande syftet att försöka besvara följande klart avgränsade frågeställning:

- "Vilka typer av reala kapitalintensiva tillgångar ligger närmast till en värdepapperisering i Sverige i dagsläget?"

För att kunna nå fram till det uppsatta målet med undersökningen är det av vikt att förvärva en god generell kunskapsnivå. Denna nivå uppnås genom att formulera relevanta delfrågor utifrån ett s.k. "trattperspektiv". Det innebär att man börjar på en generell bred nivå för att sedan smalna av och slutligen kunna penetrera den huvudsakliga frågeställningen. I vårt fall innebär det att man först och främst försöker klarlägga vad en värdepapperisering är för något. Därefter är det av importans att beakta hur värdepapperisering påverkar företagets kapitalstruktur, om förfarandet kan öka dess värde samt hur den inverkar på samspelet mellan företagets olika intressesfärer. I anknytning till detta är det relevant att sedan försöka identifiera de effekter som värdepapperisering bidrar till ur ett samhällsperspektiv. Vidare är det av vikt att utreda hur värdepapperiseringsprocessen fungerar och varför ett företag väljer

⁷ Se vidare kapitel 6.6

⁸ Manager Corporate Finance - Real Estate, Öhrlings PriceWaterhouseCoopers.

att använda denna metod som en alternativ finansieringskälla. Slutligen är det möjligt att utifrån detta utröna vilka tillgångar i Sverige som kan te sig intressanta ur ett värdepapperiseringsperspektiv.

Då de flesta av ett företags tillgångar kan bli föremål för en värdepapperisering är det lämpligt att göra en indelning av dem i reala och finansiella tillgångar. Denna distinktion ligger nämligen till grund för hur värdepapperiseringen kommer att konstrueras. Föreliggande uppsats kommer av naturliga skäl vara fokuserad på de reala tillgångarna, varpå de finansiella tillgångarna endast kommer att belysas ytligt. Därefter kommer undersökningen att behandla vilka reala kapitalintensiva tillgångar som kan värdepapperiseras. Här är det även relevant att ställa frågan vilka typer av reala tillgångar som tidigare varit föremål för värdepapperisering. Utifrån detta vill vi sedan finna svar på vilka olika potentiella värdepapperiseringsobjekt som finns i Sverige.

För att kunna få svar på frågan om vilka reala kapitalintensiva tillgångar som ligger närmast en värdepapperisering i Sverige, har vi identifierat fem nyckelfaktorer som var och en är avgörande för genomförbarheten av en potentiell värdepapperisering.



Figur 1: Nyckelfaktorer. Källa: Egen

Ovanstående modell är central för utfallet av undersökningen i uppsatsen. För validiteten i resultatet är det essentiellt att utreda huruvida det internt hos företagen finns intresse, kunskap och ägarvilja att värdepapperisera kapitalintensiva reala tillgångar. Vad beträffar marknadens prissättning, dvs. värderingen av de utgivna obligationerna, samt om det externt existerar en marknad för de emitterade värdepapperna är det i princip empiriskt omöjligt att utvärdera dessa faktorer med hänsyn till de uppsatta rambetingelserna⁹. Vi kommer dock att undersöka vilken roll prissättningen har som ett instrument för att knyta samman utfärdare och investerare.

1.4 Syfte

Syftet med denna uppsats är att göra en deskriptiv analys av finansieringstekniken värdepapperisering samt utreda vilka reala kapitalintensiva tillgångar som ligger närmast till en värdepapperisering i Sverige i dagsläget.

⁹ Jmf kapitel 1.5

1.5 Avgränsningar

Grundbetydelsen av begreppet värdepapperisering innefattar alla former av finansiering på värdepappersmarknaderna. Uppsatsen kommer därför inte behandla värdepapperisering annat än i den snäva definitionen, dvs. när en särskild tillgångsmassa avskiljs från ett företags övriga tillgångar genom att emittera räntebärande värdepapper med tillgången som säkerhet. På så sätt koncentreras uppsatsen på dess syfte samtidigt som förståelsen för värdepapperisering som ett finansieringsalternativ ökar.

Värdepapperiseringsprocessen är uppbyggd av en rad i sig skilda processer. Det är därför inte möjligt att genomföra en djupare analys av varje enskild process då detta skulle falla utanför uppsatsens syfte. Emellertid är det av stor vikt att erhålla en grundläggande förståelse av hela värdekedjan under själva värdepapperiseringsprocessen. Genom att beakta ovanstående resonemang har vi valt att endast kortfattat belysa ratingprocessen samt de juridiska aspekter som föreligger en genomförd värdepapperisering. Uppsatsen kommer inte heller att ingående behandla de avancerade redovisningsaspekter som uppstår vid värdepapperiseringen.

Då uppsatsen behandlar reala tillgångar är det inte relevant att mer än ytligt beskriva bankrelaterad värdepapperisering, dvs. värdepapperisering av finansiella och immateriella tillgångar.

Inom värdepapperiseringslitteraturen omnämns både direkt och indirekt värdepapperisering. Då vår uppsats syfte kommer att behandla reala kapitalintensiva tillgångar, vilka oftast förknippas med direkt värdepapperisering kommer indirekt värdepapperisering endast att omnämnas, men inte analyseras närmare.

För att det skall vara möjligt för säljaren av tillgången att genomföra en värdepapperisering krävs det ett intresse av kapitalmarknadens aktörer att äga de emitterade obligationerna. För att avgöra marknadens storlek har vi valt att enbart förlita oss till analytikernas uttalanden då en analys av marknaden hade medfört en alltför omfattande uppsats.

Vi valde att under urvalsprocessen av undersökningsobjekten inte innefatta utländska bolag som är verksamma i Sverige. Detta grundar sig på att beslut om värdepapperisering i regel fattas på en central nivå inom företaget. Därmed hade beslut om värdepapperisering i detta fall fattats utanför Sveriges gränser, något som inte är förenligt med rambetingelserna för vår empiriska studie.

De skattemässiga effekterna för säljaren av tillgången vid en värdepapperisering har vi valt att utelämna i uppsatsen.

1.6 Målgrupp

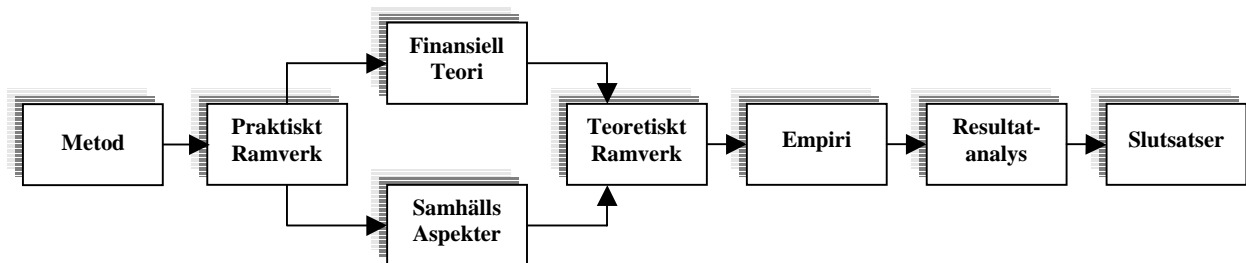
Föreliggande kandidatuppsats i finansiering riktar sig i första hand mot ekonomistudenter med grundläggande kunskaper i ämnet finansiering. Uppsatsen riktar sig även till beslutsfattare på de i uppsatsen undersökta företagen samt till personer som professionellt arbetar med strukturerad finansiering på konsultfirmor, banker, fondkommissionärsfirmor etc.

1.7 Disposition av kapitel

Vi har valt att använda oss av en traditionell disposition där vi börjar med inledning, problemformulering och syfte i kapitel 1. I kapitel 2, *Metod*, redovisar vi sedan vår vetenskapssyn, tillvägagångssätt och metodval under undersökningens genomförande. För att på ett tidigt stadium ge läsaren en förståelse för vad värdepapperisering är, har vi valt att i kapitel 3, *praktisk referensram*, definiera och exemplifiera begreppen kring detta område.

Begreppsapparaten byggs sedan ut i kapitel 4-6 där vi i kapitel 4, *finansiell teori*, börjar med att diskutera de för området intressanta finansiella teorierna kring värdepapperisering. I kapitel 5, *samhällseffekter*, berörs värdepapperisering ur ett samhällsperspektiv och hur finansieringsformen påverkar det finansiella systemet. Begreppsapparaten avslutas med kapitel 6, *teoretisk referensram*, som behandlar de teoretiska, och i viss mån praktiska aspekterna vid genomförandet av värdepapperiseringar.

I kapitel 7, *empiri*, redovisas resultaten från våra utförda intervjuer samt grundläggande fakta om de aktuella företagen. Därefter följer kapitel 8, *resultatanalys*, som innehåller en diskussion kring de empiriska resultaten, och dess överensstämmelse med de teorier som tidigare behandlats i uppsatsen. Slutligen följer kapitel 9, *slutsatser och förslag till vidare forskning*, där vi sammanfattar de viktigaste slutsatserna vi dragit under arbetets fortskridande samt ger förslag till vidare forskning inom området.



Figur 2: Disposition av kapitel. Källa: Egen

2. Metod

Detta avsnitt beskriver den metod vi valt för att angripa våra problem. Metoden har vi använt som ett redskap för att uppnå de målsättningar vi har för våra undersökningar och inte som ett mål i sig.

2.1 Vetenskapligt angreppssätt

Vetenskapens syfte är att skapa ny kunskap samt att utveckla de teorier som redan existerar inom vetenskapen¹⁰. Det finns skiftande sätt på vilken man bedriver den forskning och utredning som skall leda fram till de förnyade kunskaperna. För att kunna uppnå vårt syfte har vi valt att utforma denna uppsats med hjälp av två olika angreppssätt. Dels en forskningsprocess där det primära syftet är att producera en kunskap om värdepapperisering som är förankrad i redan existerande teorier och kunskaper. Dels en utredningsprocess som syftar till att producera en ännu inte existerande kunskap genom att utnyttja den kunskap som redan finns inom området samt genom empiriska undersökningar i den utvalda populationen. De två processerna kräver på grund av sin skiftande karaktär differentierade metodval.

2.2 Rambetingelser

Innan arbetet kommer igång är det viktigt att man tydligt definierar de rambetingelser som man arbetar under. Med rambetingelser menas de primära tillgängliga resurser som finns att tillgå dvs. tid, pengar och människor¹¹.

Då det i vårt fall var en uppdragsgivare som satt upp tidsfristen utformade vi en detaljerad handlingsplan samt deadlines för våra olika åtaganden. Vi försäkrade oss även om att de problemställningar som vi framarbetat var möjliga att besvara inom den satta tidsramen. Vi såg det speciellt viktigt att i ett tidigt stadium ta kontakt med de personer som inkluderats i den urvalsgrupp som vi utarbetat för att möjliggöra en behandling av alla de aspekter som respondenterna framlägger.

Många av respondenterna i våra intervjuer befinner sig geografiskt långtifrån vår arbetsplats varpå kostnaden utgjorde stora hinder för att vi skulle kunna utföra dessa intervjuer personligen. Trots detta genomfördes en resa tur och retur till Öhrlings PriceWaterhouseCoopers i Stockholm, i syftet att utbyta information och redogöra för vårt fortsatta arbete. Vad beträffar material och kostnader satte vi inget direkt utgiftstak för våra undersökningar. Dock såg vi ingen anledning att införskaffa internationell litteratur då den avgiftsfria information som finns att tillgå var fullt tillräcklig för vår uppsats.

¹⁰ Patel R, Davidson B, *Forskningsmetodikens grunder*, s. 14.

¹¹ Halvorsen K, *Samhällsvetenskaplig metod*, s. 32.

De personer vi försökt få tag på inför våra intervjuer befinner sig uteslutande i Sverige. Vi var på grund av tidsfristen tvungna att begränsa antalet respondenter som ingick i undersökningen. Därför försökte vi i samråd med Lars Bergström att noggrant välja ut de personer som anses ha den mest adekvata, och för oss användbara, kunskapen inom ämnet värdepapperisering.

2.3 Forskningsprocessen

Under forskningsprocessen använde vi två olika faktainsamlingsmetoder för att kunna skapa oss relevanta kunskaper och en lämplig begreppsram inom ämnet värdepapperisering, nämligen dokumentstudier och intervjuer.

2.3.1 Dokumentstudier

Beteckningen dokument har traditionellt använts för sådan information som nedtecknats eller tryckts. På grund av den tekniska utvecklingen kan information idag även bevaras på andra sätt. Beteckningen dokument används därför numera även för t ex filmer, bandupptagningar och fotografier¹². I uppsatsen väljer vi att även beteckna information på Internet som dokument.

Den teoretiska utgångspunkten i undersökningen är generell finansiell teori som behandlar kapitalstrukturer, agentteorin i form av konflikten mellan företagets ägare och långivare samt den s.k. ”Pecking order” teorin. Teorierna ligger till grund när vi utvärderar de specifika dokument som finns att tillgå om värdepapperisering som ett finansieringsalternativ. Den generella finansiella teorin är hämtad från diverse källor som redovisas i direkt samband med de aktuella avsnitten för att härigenom göra uppsatsen mer lättöverskådlig och förståelig.

Då värdepapperisering är en relativt outnyttjad finansieringsform i Sverige finns det endast ett fåtal svenska dokument som behandlar ämnet. De svenska dokument som vi främst använt är: Regeringens proposition 2000/01:19, boken Värdepapperisering - Securitisation¹³, börsprospektet Fysikhuset¹⁴ samt databasen Affärsdata. Dessa fyra dokument har visat sig vara ytterst användbara för vår förståelse om värdepapperisering på den svenska marknaden. De har därmed även varit till stor nytta vid genomförandet av vår empiriska studie. Internationella dokument som finns att tillgå är betydligt fler. Dessa har dock en benägenhet att förklara värdepapperisering utifrån ett internationellt perspektiv med betoning på de länder där denna teknik är väl etablerad såsom USA, England och i viss mån Frankrike. Trots detta utgjorde de internationella dokumenten en god grund för att bygga upp en generell kunskap och begreppsram inom området värdepapperisering. De internationella dokument vi använt oss av återfinns bland annat i databaserna securitization.net, vinodkothari.com, Econlit, Artemis.bm samt i de stora amerikanska universitetens databaser.

2.3.2 Urval av experter

Urvalet av aktörer som är lämpliga att intervjua under forskningsprocessen är experter inom olika verksamhetsgrenar som besitter kunskap om värdepapperisering i Sverige. Vidare är det lämpligt att både ta kontakt med personer som tidigare varit med vid genomförandet av en

¹² Patel R, Davidson B, *Forskningsmetodikens grunder*, s. 54.

¹³ Månsson F, Andersson P-U, *Värdepapperisering-Securitisation*.

¹⁴ Börsprospektet Fysikhuset Stockholm KB.

värdepapperisering samt personer som dagligen jobbar med denna typ av finansieringsform. Personer med följande arbetsuppgifter ansåg vi vara relevanta att intervjua: finansiering (Corporate Finance, Structured Finance), redovisning, juridik, rating samt konsultverksamhet. Samarbetet med Öhrlings PriceWaterhouseCoopers och utnyttjandet av deras väletablerade kontaktnät gav oss stora möjligheter att ta kontakt med personer inom samtliga verksamhetsområden. De respondenter som kontaktades var:

- Lars Bergström, Manager Corporate Finance – Real Estate, Öhrlings PWC
- Stefan Engström, Manager Corporate Finance, Öhrlings PWC
- Anders Engstrand, Head of Securitization, SEB Merchant Banking
- Erik Gärdén, Projektledare, Ohman Structured Finance
- Kristian Bentzer, analytiker bank och värdepapper, Finansinspektionen
- Mikael Sedolin, Jurist, 3 AP-fonden (tidigare finansdepartementet)
- Arne Silvdahl, Finanschef, Förvaltnings AB Framtiden

2.3.3 Intervjuer

När man arbetar med intervjuer för att samla information måste man först och främst beakta två aspekter. Dels graden av *standardisering*, dvs. hur pass strängt intervjuaren håller i den förutbestämda ordningen och formuleringen av de ställda frågorna. Dels graden av *strukturering*, dvs. i vilken utsträckning frågorna är fria för intervjupersonen att tolka fritt beroende på sin inställning eller sina tidigare erfarenheter¹⁵. Beroende av hur man kombinerar dessa två aspekter får man olika typer av användningsområden enligt figuren nedan.

	<i>Hög grad av strukturering</i>	<i>Låg grad av strukturering</i>
<i>Hög grad av standardisering</i>	<ul style="list-style-type: none">➤ Enkät med fasta svarsalternativ➤ Intervjuer där man önskar göra en kvantitativ analys av resultaten	<ul style="list-style-type: none">➤ Enkät eller intervju med öppna frågor➤ Projektiva metoder exempelvis Rorschach-test
<i>Låg grad av standardisering</i>	<ul style="list-style-type: none">➤ Läkarens upptagning av tidigare sjukdomshistoria➤ Fokuserade intervjuer	<ul style="list-style-type: none">➤ Intervjuer där man önskar göra en kvalitativ analys av resultaten➤ Journalistiska intervjuer

Figur 3: Intervjutekniker. Källa: Patel R, Davidson B, *Forskningsmetodikens grunder*, s.62.

Då vårt syfte under forskningsprocessen var att skaffa oss en grundläggande kunskap inom värdepapperisering valde vi att i initialskedet använda oss av en intervjuteknik som har låg grad av såväl strukturering som standardisering. Allteftersom arbetet fortskred och vi skaffade oss bredare kunskap inom området ansåg vi det lämpligt att gå över till en allt högre grad av standardisering, men med en fortsatt låg grad av strukturering. Detta metodsätt visade sig fungera mycket väl då vi från att börja på en samhällslig nivå så småningom lyckades penetrera de specialiserade områdena som vår utredningsprocess baseras på.

¹⁵ Patel R, Davidson B, *Forskningsmetodikens grunder*, s. 60.

2.4 Utredningsprocessen

Då vi efter forskningsprocessen erhållit en ungefärlig bild av vilket teoretiskt område vi önskade utveckla i uppsatsen, samt skapat oss generella kunskaper inom området värdepapperisering, genomfördes ett möte med Lars Bergström och hans kollega Stefan Engström¹⁶. Lars Bergströms önskemål rörande ”analys av vilka typer av reala kapitalintensiva tillgångar som kan värdepapperiseras, vilka som äger dessa tillgångar idag och om intresse finns för att värdepapperisera dessa tillgångar¹⁷”, tycktes ligga väl i linje med de rambetingelser som vi arbetat efter, varpå vi valde att betrakta denna problemställning som vårt empiriska syfte. Uppläggningsen av utredningsprocessen formade vi sedan utifrån de utkristalliserade problem som vi preciserat tillsammans med Lars Bergström. Liksom under forskningsprocessen använde vi oss under utredningsprocessen av dokumentstudier och intervjuer som tekniker under faktainsamlingen.

2.4.1 Dokumentinsamling

För att skaffa sig en uppfattning om kapitalstrukturen, den finansiella ställningen samt de finansiella målen i de företag som ingår i undersökningen, valde vi att initialt samla in årsredovisningarna för år 2000 från respektive företag. Genom att sedan undersöka årsredovisningarna kunde vi i ett Excel-blad föra in de variabler som vi ansåg vara intressanta att beakta inför en eventuell värdepapperisering. Denna typ av analys gav oss en mycket god insikt i de berörda företagen och därmed även en god grund att stå på inför de kommande intervjuerna. Enbart genom analysen av årsredovisningarna ansåg vi oss ha en god uppfattning om vilka reala kapitalintensiva tillgångar i de olika företagen som teoretiskt sett kan finansieras via värdepapperisering. Trots detta ansåg vi det vara svårt att i somliga fall erhålla en rättvisande uppfattning om variablerna. Dels för att årsredovisningarna grundade sig på föregående år och dels för att variabler såsom kunskap och intresse är betydligt svårare att utläsa enbart med hjälp av en årsredovisning. Därmed ansåg vi det lämpligt att genomföra intervjuer med de berörda företagen och på så sätt skapa en mer adekvat uppfattning.

2.4.2 Urval av intervjubolag

Efter sammanställningen av materialet till intervjuerna valdes respondenterna. Vi gjorde ett s.k. bedömningsurval, vilket innebär att man väljer ut respondenter efter vissa kriterier som på förhand bedöms särskilt intressanta för undersökningen. De kriterier vi valde att gå efter byggdes på den kunskap som vi erhållit i samband med forskningsprocessen samt från årsredovisningsstudierna. De huvudsakliga kraven var att de valda bolagen skulle vara svenska och ha en real total tillgångsmassa på över en miljard kronor. Genom användningen av databasen Bolagsfakta¹⁸ var det därefter lätt att för analysen utse fyra bolag från varje bransch där företag med kapitalintensiva tillgångar ingår¹⁹.

Då genomförandet av en värdepapperisering fattas som ett finansiellt beslut på strategisk nivå ansåg vi det viktigt att intervjua personer som är anställda på en hög operationell och finansiell nivå inom företagen. Efter att ha definierat detta etablerades kontakt med respektive

¹⁶ Manager Corporate Finance, Öhrlings PricewaterhouseCoopers.

¹⁷ Intervju med Lars Bergström den 16 november 2001.

¹⁸ www.bolagsfakta.se

¹⁹ Malmö Aviation och Wallenius Lines finns inte med i Bolagsfakta men vi ansåg de ändå vara högst intressanta för uppsatsen då de uppfyller de övriga urvalskriterierna.

företag som fick föreslå lämpliga intervjupersoner, då vi inte hade någon närmare kännedom om organisationerna. Därmed skapades hög validitet på undersökningen. I de fall då vi blev hänvisade till personer i företaget som inte besatt någon adekvat kunskap inom området valde vi att stryka företaget helt från vår undersökning. Valet av antalet undersökningsenheter gick väl i linje med de rambetingelser som vi hade satt upp. Företagen som omfattas av analysen är representerade branschvis nedan.

Skogsbranschen: <ul style="list-style-type: none">• SCA• Stora Enso• AssiDomän• Holmen	Transport/Rederi <ul style="list-style-type: none">• SAS• Malmö Aviation• Wallenius Lines• B&N Nordsjöfrakt
Kraftbranschen: <ul style="list-style-type: none">• Sydkraft• Birka Energi• Vattenfall• Granninge	Fastighetsbranschen: <ul style="list-style-type: none">• Wihlborgs• Tornet• Hufvudstaden• Drott

Figur 4: Urval av företag. Källa: Egen

Då svenska staten innehar många kapitalintensiva tillgångar och driver många kostsamma projekt som skulle kunna vara lämpliga att värdepapperisera ansåg vi det vara relevantt att innefatta även statliga verksamheter i undersökningen. Urvalet av dessa skedde i samråd med Lars Bergström. Anledningen till att varken Vattenfall eller Birka Energi innefattas under denna kategori beror på att dessa bolag, till skillnad från de nedan uppräknade, inte enbart har staten som kund.

Statlig verksamhet: <ul style="list-style-type: none">• Akademiska hus• Banverket• Citytunneln• Öresundsbrokonsortiet

Figur 5: Urval av statliga verksamheter. Källa: Egen

2.4.3 Intervjuer

För att samla in data från de berörda företagen utarbetade vi ett antal frågor som skulle täcka de områden som var viktiga för den empiriska studien²⁰. Vi valde att använda oss av en intervjuteknik som hade låg grad av strukturering men hög grad av standardisering. Denna form av datainsamling användes eftersom vi ansåg att tillräckligt djup information inte skulle erhållas genom alltför strukturerade intervjuer samtidigt som vi genom en hög grad av strukturering kunde genomföra en något mer kvantitativ analys av svaren. Som tidigare nämnts utgjorde de geografiska förhållandena ett hinder för att genomföra personliga intervjuer. Därmed valde vi att utföra telefonintervjuer med de berörda företagen. För att intervjuerna skulle bli så innehållsrika som möjligt valde vi att i god tid innan telefonintervjun skicka ut frågeformuläret till respondenten.

²⁰ Se frågeformulär bilaga 1

2.5 Källgranskning

För att våra undersökningar skall bli så rättvisande som möjligt redogörs här först hur vi kritiskt granskat de källor som vi använt oss av under faktainsamlingen. Därpå följer en redogörelse för hur vi kritiskt granskat våra respondenter under utredningsprocessen.

Enligt Holme, Solvang²¹ kan man dela upp granskningen i följande fyra faser:

- Observation
- Ursprung
- Tolkning
- Användbarhet

2.5.1 Observation

För att undgå att basera uppsatsen på ett skevt material, samt för att erhålla en helhetsbild av värdepapperisering, valde vi att samla dokument från en mängd olika källor. Dokumenten var författade på svenska såväl som på engelska och franska. Då det är lätt att finna dokument om värdepapperisering lyckades vi, genom att ställa dessa mot varandra samt sovra bland materialet, också undvika att den insamlade informationen blev skev eller missvisande. Som exempel valde vi att utesluta de artiklar som är skrivna av analytikerfirmor med enda avsikt att locka kunder, då de har en stark tendens att glorifiera värdepapperisering.

2.5.2 Ursprung

Det är svårt att få klarhet i huruvida en källa är äkta eller falsk. De källor som är skrivna av professorer, regeringar samt erkända firmor och experter anser vi dock innehålla en hög grad av reliabilitet, varpå vi betraktade många av dessa källor som äkta. Tidigare författade uppsatser i ämnet värdepapperisering låg mindre till grund vid vårt uppsatsskrivande. Dels på grund av att det var svårt att utvärdera autenticiteten och dels för att samma information även finns att tillgå bättre förklarad från andra källor. För att kunna ta del av de ständigt utvecklade värdepapperiseringsteknikerna valde vi att utesluta dokument som var författade före 1995.

2.5.3 Tolkning

Tolkning innebär att man studerar källan i den sociala kontext där källan blev till. Det är då viktigt att forskaren frigör sig från sin historiska placering och sina tidigare värderingar²². Inför uppsatsen var vår kunskap om värdepapperisering klart begränsad. Detta innebar att vi kunde tolka de källor vi använde väldigt objektivt. Vi hade dock grundläggande kunskaper inom finansiering, men vi såg inte detta som ett hinder utan snarare som en fördel för tolkningen av dokumenten.

²¹ Holme I, Solvang B, *Forskningsmetodik*, s. 141.

²² Holme I, Solvang B, *Forskningsmetodik*, s. 145.

2.5.4 Användbarhet

Graden av användbarhet kan bestämmas genom att betrakta källans inre och yttre trovärdighet. Den yttre analysen innebär att man ställer källor med likartad information mot varandra. Om innehållet i källorna stämmer bra överens har man en hög trovärdighet till sina källor. Med den inre analysen koncentrerar man sig på den specifika källans trovärdighet dvs. hur subjektiv upphovsmannen var, huruvida innehållet är motsägelsefullt eller ej samt möjligheten att på ett riktigt sätt förstå och återge de händelser källan beskriver²³. Under hela uppsatsperioden har vi beaktat ovanstående resonemang och vi har därmed lyckats välja ut de källor som har en hög grad av användbarhet.

2.5.5 Intervjuerna

Vårt tillvägagångssätt vid intervjuerna kan främst kritiserars med tanke på intervjuernas tillförlitlighet. I och med att endast en person från respektive företag intervjuas kan den insamlade informationen uppfattas som subjektiv. Då endast ett fåtal anställda på de undersökta företagen besitter kunskap om värdepapperisering anser vi trots detta att vårt tillvägagångssätt genererat ett tillförlitligt utfall, särskilt då majoriteten av respondenterna innehar en hög befattning inom de undersökta företagen.

Andra källor till fel kan vara att vi utfört de flesta intervjuerna per telefon. Därmed har vi inte kunnat notera respondenternas kroppsspråk och deras icke-verbala reaktioner som i somliga fall eventuellt skilt sig från det verbala svaret. En ytterligare faktor som kan ha påverkat respondentens svar är att vi bandat varje intervju. Detta kan leda till att respondenten svarar på ett visst sätt för att göra ett gott intryck eller för att inte verka okunnig.

2.5.6 Bortfall

Vårt uppställda mål var att erhålla en svarsfrekvens på minst 75% för att erhålla en god reliabilitet på undersökningen. Då svarsfrekvensen blev hela 80 % procent anser vi att bortfallen av Drott, Graninge, SAS och Stora Enso inte påverkat uppsatsens reliabilitet negativt. De tre förstnämnda bolagen föll bort på grund av att de personer i respektive bolag med relevanta kunskaper om värdepapperisering inte hade möjlighet att ställa upp på intervjuer av outgrundliga skäl. Stora Enso föll bort då deras finansfunktion är lokaliserad i Bryssel.

²³ Holme I, Solvang B, *Forskningsmetodik*, s. 144.

3. Praktiskt ramverk

Detta kapitel har för avsikt att ge läsaren en introduktion till begreppet värdepapperisering. Det inleds med att beskriva vad en värdepapperisering är och teknikens huvudsakliga fördelar. Därefter ges en kort beskrivning av skillnaderna mellan värdepapperisering och andra snarlika finansieringsformer. Vidare diskuteras historiken och grundidén till värdepapperiseringen uppkomst. Kapitlet avslutas med att beskriva marknaden för värdepapperisering i Europa och Sverige.

3.1 Vad är värdepapperisering?

Värdepapperisering är ett förfarande som innebär att relativt homogena tillgångar med förutsägbara betalningsflöden omvandlas till obligationer eller andra lätt omsättningsbara värdepapper. Genom att föra ihop ett stort antal lån som liknar varandra (t.ex. bostadslån) går det att med utgångspunkt i historiska data beräkna det betalningsflöde som lånestocken förväntas generera. Det förväntade betalningsflödet kan därefter prissättas och emitteras som obligationer där säkerheterna kan utgöras av betalningsflöden, kreditförstärkande åtgärder och panträtter²⁴.

Värdepapperisering är alltså en finansieringsteknik som innebär att man på ett direkt sätt kopplar ihop låntagare med kapitalmarknadens olika aktörer. Traditionella källor för extern finansiering för ett företag utgörs av bl.a. banklån, hypotekslån, leasing, leverantörskrediter och factoring. Värdepapperisering konstituerar ett komplement till dessa traditionella finansieringskällor för både finansiella institutioner, kommuner och större industri- och tjänsteproducerande företag. De huvudsakliga vinster som uppnås genom en värdepapperisering är för det första diversifiering av finansieringskällor och för det andra en minskad totalkostnad för finansiering.

Genom att använda sig av ytterligare en källa för extern finansiering kan företaget minska sitt totala risktagande, vilket allt annat lika leder till att verksamhetens värde ur aktieägarnas perspektiv ökar. Den minskade totalkostnaden för företagets finansiering är delvis en följd av diversifieringseffekten. Ett företag eller en finansiell institution med flera leverantörer kan med fördel utnyttja konkurrensförhållandet mellan de olika leverantörerna för att pressa kostnaden, dvs. räntan. Ytterligare en viktig anledning till att finansieringskostnaden kan reduceras via en värdepapperisering är att tekniken innebär att man kan utnyttja styrkan i de tillgångar man har i sin balansräkning. Ett företag som t.ex. levererar till stat eller kommun har en kundfordringsstock med mycket hög kreditvärdighet. Genom en värdepapperisering erhålls maximal utväxling av denna styrka i företagets balansräkning²⁵.

²⁴ Regeringens proposition 2000/01:19 "Bättre förutsättningar för värdepapperisering", 2000.

²⁵ Månsson F, Andersson P-U, *Värdepapperisering – Securitisation*, s. 11 ff.

3.2 Definitioner

Värdepapperisering kan i sin ursprungsbetydelse definieras enligt följande:

*”Värdepapperisering innebär finansiering av en tillgång eller tillgångsmassa genom eget kapital och/eller räntebärande instrument (obligationer eller certifikat) riktad direkt till investerare på kapitalmarknaden (aktie-, penning- och obligationsmarkanderna)”*²⁶

Rent definitionsmässigt måste ytterligare några distinktioner göras mellan en direkt värdepapperisering av en tillgång och en indirekt värdepapperisering, där den underliggande tillgången utgörs av lån eller krediter. Man kan t.ex. värdepapperisera ett bestånd av hyresfastigheter direkt eller välja att gå omvägen via ett hypotekslån, dvs. värdepapperisering sker av lånen och inte av fastigheterna. I det första fallet utgörs kassaflödet som obligationen baseras på av hyror, i det andra fallet baseras obligationen på kassaflödet under krediten, dvs. räntor och amorteringar. Ytterligare en variant är att värdepapperisera kassaflöden som uppstår till följd av leverans av en vara eller tjänst som t.ex. kundfordringar, kreditkortsfordringar, elabonnemangsavgifter etc²⁷.

För att bringa ytterligare klarhet är det av intresse att kunna skilja värdepapperisering från de snarlika men ändå olika finansieringsteknikerna Sale-and-lease-back och factoring²⁸.

I en Sale-and-lease-back transaktion försäljs t.ex. en fastighet till en investerare mot att den säljande parten tecknar ett långt hyresavtal med köparen av den sålda fastigheten. I hyresavtalet åtar sig hyresgästen ofta att sköta förvaltning och underhåll av fastigheten., Därmed ”låses” fastigheten i investerarens balansräkning och intäkten blir en hyresintäkt. En försäljning av fastigheten i form av en värdepapperisering innebär att tillgången istället utgörs av likvida värdepapper snarare än en ”låst” tillgång, i det här fallet i form av en fastighet. Denna typ av investering blir alltså lättare och mindre kostsam för investeraren att omsätta och därmed även ett mer förmånligt finansieringsalternativ. Dessutom innebär en värdepapperisering att tillgångsmassan är utspridd på betydligt fler ägare, vilket medför att investeraren inte löper lika stor risk som om han stod som ensam ägare till fastigheten²⁹.

Fakturabelåning, dvs. lån mot säkerhet i fakturafordringar, skiljer sig inte nämnvärt ur likviditesanskaffningshänseende från ett traditionellt lån. Vid fakturaköp står köparen i princip kreditrisken och factoring i denna form kan jämföras med vilken avyttring som helst, även om fakturasäljaren har kvar en rad rättsliga förpliktelser mot fakturagäldenären. Factoring har i praktiken kommit att utvecklas till ett slags inkassoförfarande med kredit för små och medelstora företag. Någon noggrannare analys av krediterna görs inte, det handlar om masshantering. En värdepapperiseringstransaktion involverar en försäljning av t.ex. ett företags portfölj av standardiserade fordringsavtal inom en viss kundkategori. Portföljen är välanalyserad och dess kapitalvärde minst några hundra miljoner kronor. Genom denna transaktion omvandlas framtida fordringar till likvida medel. Så långt liknar det hela ett fakturaköp, men med en väldefinierad och homogen tillgångsmassa som köpeföremål istället för en olikartad samling av korta avbetalningsfordringar. Köpare av tillgångsmassan är ett

²⁶ Månsson F, Andersson P-U, *Värdepapperisering - Securitisation*, s. 14.

²⁷ Månsson F, Andersson P-U, *Värdepapperisering - Securitisation*, s. 15.

²⁸ På svenska motsvaras detta av fakturaköp eller fakturabelåning.

²⁹ Månsson F, Andersson P-U, *Värdepapperisering - Securitisation*, s. 52.

bolag som bildats enkom för att förvärva portföljen. Detta bolag står även för den juridiska risken för de förvärvade tillgångarna³⁰.

Slutligen är det på sin plats att rent definitionsmässigt försöka påvisa skillnaderna mellan en värdepapperisering och ett traditionellt lån i bank eller hypoteksbolag. En värdepapperisering kräver en aktiv finansiell och juridisk strukturering. Detta innebär exempelvis att specialbolag inrättas (SPV:s), att olika risker säljs av och att skräddarsydda avtal träffas som är unika för den aktuella finansieringen. Banker och hypoteksbolag är mer inriktade på passiv analys av befintliga finansiella och juridiska strukturer³¹.

3.3 Historik

Värdepapperisering i sin grundbetydelse är ingalunda någon ny företeelse. Redan för 5000 år sedan emitterades lån mot säkerhet i land och i de betalningsströmmar som tillgången genererade. Detta skedde i det område som vi idag kallar Mellanöstern. Kring 1100- och 1200-talen i Europa var emittenterna på den dåvarande "obligationsmarknaden" företrädesvis landägare och kommuner. Landägarna hade en avgörande fördel då de utfärdade sin långsiktiga finansiering, nämligen möjligheten att använda sina tillgångar som säkerhet. Belåning i form av hypotek eller inteckning var vanligt förekommande vid denna tid, då särskilt eftersom korstågen skulle finansieras.

*"For example, Baldwin of Ghent financed his participation in the First Crusade by mortgaging his curtis of Ootegan to a local abbey for 42 marks. And, in 1162, Godfrey III, Duke of Brabant mortgaged his fief of Herstal to the Bishop of Liège for 300 marks to finance his journey to Jerusalem."*³²

Värdepapperisering såsom den är känd idag har dock sitt ursprung i USA. Värdepapperisering av tillgångar är i sin enklaste form en konvertering av en tillgång eller ett kassaflöde till ett värdepapper som kallas "Mortgage-Backed Securities (MBS)". Den konceptuella utvecklingen av MBS-marknaden kan dateras till tidigt 1970-tal i USA då "Government National Mortgage Association ("Ginnie Mae") utfärdade "Ginnie Mae Pool No. 1", vilken bestod av värdepapper med säkerheter i privata bolån. Den första värdepapperiseringen av tillgångar i USA som inte hade bolån som underliggande säkerhet dvs. Asset-Backed Securities (ABS) utfördes i mars 1985. Företaget Sperry Corporation emitterade då värdepapper till ett värde av 192,5 miljoner dollar med underliggande säkerhet i fordringar bestående av utleasad datorutrustning³³. När Chrysler Financial Corporation år 1981 stod inför en djup recession i den inhemska ekonomin emitterades deras kundfordringar i form av värdepapper, eftersom det vid denna tidpunkt var omöjligt att uppbära finansiering på traditionellt vis³⁴. Den amerikanska ABS-marknaden är idag är den största i världen i sitt slag och ledande i både transaktionsvolym och teknologi. År 2000 uppgick emitteringen av amerikanska ABS till 230 Mdr dollar och dessa bestod av högst varierande tillgångsklasser³⁵.

³⁰ Månsson F, Andersson P-U, *Värdepapperisering - Securitisation*, s. 69.

³¹ Månsson F, Andersson P-U, *Värdepapperisering - Securitisation*, s. 14.

³² Kohn M, *The Capital Market before 1600*, s. 2.

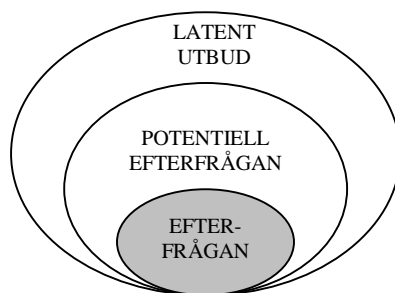
³³ Minton B, Opler T, Stanton S, *Asset Securitization among Industrial Firms*.

³⁴ Basra D, Liao R H, Fichte M, *Asset Securitisation*.

³⁵ Skarabot J, *Subordination Structure of Asset-Backed Securities*.

3.4 Grundidén bakom en värdepapperisering

Den finansiella krisen under början av 1990-talet skapade ett uppdämt behov att omsätta fastigheter. Huvudsakliga säljare var ofrivilliga fastighetsägare, exempelvis banker med dåliga krediter samt större fastighetsägare som tack vare den illikvida marknaden inte aktivt kunnat förvalta sitt fastighetsbestånd. Kontentan av resonemanget ovan var att det existerade ett latent utbud som skulle ta lång tid att omsätta utan statligt ingripande eller någon form av innovation inom fastighetsfinansieringsområdet. Nedanstående figur försöker illustrera hur den då begränsade efterfrågan skulle kunna absorbera det betydligt större latent utbudet. Den potentiella efterfrågan utgjordes av alla de investerare som mycket väl skulle kunna tänka sig en exponering mot fastighetssektorn, men som inte kunnat finna ett realistisk alternativ för att ta sig an denna typ av investering.



Figur 6: Värdepapperiseringens grundidé. Källa: F Månsson, P-U Andersson, "Värdepapperisering", s. 12.

Förvärv av hela fastigheter är förknippat med krav på gedigen fastighetskunskap och ett stort kapital för att inte en alltför koncentrerad riskexponering skall åstadkommas. Något som även bör uppmärksammas i detta sammanhang är att en placering i en fastighet är en tämligen illikvid placering. Vidare finns det investerare som enligt lag eller placeringsreglementen är förhindrade att direkt placera i fastigheter. Ett alternativ kan då vara att förvärva aktier i ett fastighetsbolag. Uppenbara nackdelar med denna typ av placering är dels bristande direktavkastning, dels att de börsnoterade fastighetsbolagen historiskt varit alltför små. Det senare är ett av de viktigaste motiven till varför större institutionella investerare inte alltid förvärvar fastighetsaktier över börsen. En investering i ett börsnoterat bolag med begränsad likviditet innebär en stor risk för större aktörer. Slutsatsen av detta resonemang är att alternativen för placerare att antingen direkt eller indirekt förvärva fastigheter inte riktigt motsvarar investerarnas behov. Det fanns alltså en potentiell otillfredsställd efterfrågan som till stor del var ett instrumentellt problem. Hade det funnits värdepapper som tillgodosåg investerarnas behov skulle en stor del av det latent utbudet med stor sannolikhet snabbare kunnat omsättas. Grundidén med värdepapperisering applicerad på fastighetssektorn är med andra ord att skapa finansiella instrument som underlättar för efterfråge- och utbudssidorna att mötas³⁶.

3.5 Marknaden för värdepapperisering

Hur ser då utvecklingen ut i modern tid? Faktum är att värdepapperisering är en väl etablerad finansieringsteknik i USA, som under senare år även funnit en bred tillämpning i Asien och inom EU, och då framförallt i Storbritannien och Frankrike. Under de senaste åren har den icke-amerikanska ABS-marknaden upplevt en dramatisk tillväxt och är i dagsläget ungefär

³⁶ F Månsson, P-U Andersson, *Värdepapperisering - Securitization*, s. 13.

hälften så stor som den i USA. För närvarande är värdepapperisering av tillgångar en väldigt aktiv marknad där nya innovativa metoder introduceras kontinuerligt och där även värdepapperiseringen expanderar till nya sektorer³⁷.

3.5.1 Utveckling och drivkrafter i Europa

En dramatisk förändring av den europeiska finansieringssektorns struktur är för tillfället i antågande. Till skillnad från tidigare börjar europeiska företag i allt större utsträckning finansiera sina verksamheter med hjälp av olika typer av värdepapper istället för banklån. Denna omvandling i kombination med den växande integrationen av Europas kapitalmarknader kan mycket väl skapa lika attraktiva affärs- och investeringsmöjligheter i Europa som de som funnits i USA under det gångna decenniet. Under 1990-talet upplevde USA något som är känt som "the securitization of finance"³⁸. Penningmarknaden, företagsobligationsmarknaderna, riskkapitalmarknaden samt aktiemarknaden har i betydande utsträckning ersatt banktillgodohavanden och lån som både sparform och källa till företagsfinansiering. Värdepapperiseringstrenden har drivit vågen i den amerikanska finansiella serviceindustrin under 1990-talet. En liknande trend är nu på gång i Europa.

Under första halvåret 2001 nådde emitteringen av värdepapperiserade instrument rekordnivåer i Europa och nya rekordnivåer väntas under andra halvåret. Investeringarna tenderar att bli alltmer sofistikerade, efterfrågan på obligationsklasser med hög rating är stark medan däremot efterfrågan på obligationsklasser med sämre rating minskar. Vidare har euron tagit ett fast grepp om marknaden då den nu är den primära denomineringsvalutan på Eurobondmarknaden. Privata bolån fortsätter att representera den dominerande tillgångsklassen i Europa, medan kundfordringar från telekomsektorn tillhör den allra senaste värdepapperiserade tillgångsklassen. Storbritannien fortsätter att dominera den europeiska värdepapperiseringsmarknaden medan Italien står för den enskilt starkaste tillväxten. Utvecklingen i norra Europa släpar efter övriga Europa men intresset och tillväxten ökar successivt. "I en tid då placerarna söker sig till säkrare marknader, har den här typen av obligationer gett bättre avkastning än exempelvis företagsobligationer. Detta faktum har lett till det rekordartade utbud vi ser idag"³⁹. På obligationssidan har prisspreadarna minskat något samtidigt som prisutvecklingen fortsätter att vara stabil. Detta bör ställas i kontrast till att spreadarna och volatiliteten ökat i företagsektorn (företagsobligationer)^{40 41}.

3.5.2 Sverige

På den svenska marknaden har intresset för värdepapperisering sakta vuxit sedan mitten av 1990-talet. Det är framförallt finansiella aktörer som banker och bolåneinstitut som hittills genomfört värdepapperiseringar, men andra svenska aktörer har i allt större utsträckning tagit till sig fördelarna med denna finansieringsteknik. I och med att riksdagen antog regeringens proposition 2000/01:19 "Bättre förutsättningar för värdepapperisering" under våren 2001 har värdepapperisering som finansieringsform fått sitt verkliga genombrott i Sverige.

³⁷ Davies N, *Post Issuance Transaction Reporting in the European Securitisation Market*.

³⁸ Posen R C, *The continental shift of Europe*.

³⁹ Dagens Industri "Fifa säljer fotbolls-VM", 17 december, 2001

⁴⁰ Engstrand A, *Nordic Securitisation Market Historical Development and Outlook*.

⁴¹ Se bilaga 2

4. Finansiell teori

Den svenska akademiska litteraturen som producerats om värdepapperisering är ringa, för att inte säga obefintlig. Även om åtskilliga professionella handböcker behandlar ämnet värdepapperisering är den akademiska litteraturen inte speciellt omfattande. Det har dock författats en hel del s.k. "working papers" om värdepapperisering vid de amerikanska universiteten, som ger viss handledning. Avsikten nedan är att presentera några generella finansiella teorier som kan appliceras på värdepapperisering för att sedan anknyta dem till tidigare empiriska forskningsresultat.

4.1 Modigliani & Millers teori om kapitalstrukturer

Modigliani & Millers (M & M) teori om företagets kapitalstrukturer är en av de mest centrala teorierna i den moderna finansieringslitteraturen. För att korrekt belysa hur M&M:s teori knyts samman med värdepapperisering följer nedan ett utdrag ur Blåvarg och Liljas rapport "Värdepapperisering – en framtida finansieringsform?".

"Modigliani & Millers hypotes, att företagets värde är oberoende av dess finansiering, brukar användas som utgångspunkt när värdet av att använda olika finansieringskällor diskuteras. Under de specifika antaganden som M & M:s hypotes utgår från, innebär en förändrad finansieringsform bara att risk förflyttas mellan ett företags olika finansiärer. Om risken minskar för vissa finansiärer, med effekten att deras avkastningskrav blir lägre, kommer risken och därmed också avkastningskravet att öka i samma utsträckning för övriga finansiärer. Konsekvensen är att företaget inte kan öka sitt värde genom att förändra sin finansiering.

Förutsättningarna förändras dock om effekterna av företagsbeskattning tas i beaktande. Räntekostnader som uppkommer genom lånefinansiering är avdragsgilla enligt skattelagstiftningen, vilket medför att lånefinansiering blir billigare än finansiering genom eget kapital. I skattehänseende är alltså eget kapital relativt dyrt som finansieringskälla. Teoretiskt sett skulle detta innebära att företag maximerade sitt värde genom en 100 procentig lånefinansiering. I praktiken kräver dock långivarna orimligt höga riskpremier efter det att en viss andel lånefinansiering i ett företag överskridits. Detta beror på att alltför litet eget kapital gör konkursrisken stor och att stora kostnader uppstår vid konkurs. Det finns därför en gräns där substitueringen av eget kapital mot lånat kapital inte längre sänker företagets genomsnittliga kapitalkostnad, genom att finansiärernas riskpremier börjar överstiga de kostnadsfördelar som skattelättnaden medför.

När företag ersätter sin skuldfinansiering i bank med att emittera egna obligationer finns det ingen anledning att detta generellt skulle innebära att risken blir annorlunda för övriga intressenter i företaget, åtminstone inte om obligationslånen har ungefär samma villkor som banklånen. Bankens kapitalstruktur förändras i princip inte. Huruvida obligationsutgivning kan medföra lägre finansieringskostnader än banklån blir då enbart en fråga om lägre

räntekostnader kan uppnås, inklusive de extra utgifter som är förknippade med obligationsutgivning”.

4.2 Agent teorin⁴²

Agent teorin är den domän inom nationalekonomin som undersöker uppdragsgivarens användande av incitament för att motivera förvaltaren (agenten) att i sitt arbete sträva åt samma håll som den tidigare. Enkelt sagt handlar det om separationen mellan ägarskap och kontroll. Man brukar även kalla denna teori för “the set-of-contracts theory”⁴³. Teorin säger att företaget kommer att försöka maximera aktieägarnas förmögenhet genom att vidta åtgärder för att öka det befintliga värdet per aktie i företaget. Teorin föreskriver vidare att processerna i ett företag egentligen kan betraktas som en uppsättning av olika kontrakt. Ett av dessa kontrakt är aktieägarnas residuala fordran på företagets tillgångar och kassaflöden i form av eget kapital. Kontraktet kan definieras som ”uppdragsgivar-agent” relationen. Företagsledningens medlemmar är agenter medan aktieägarna utgör uppdragsgivare. Om företagsledare och aktieägare lämnas vind för våg antas det att de var för sig kommer att agera utefter sina egna själviska syften. Faktum är dock att aktieägarna kan avskräcka företagsledarna att avvika från sina intressen genom att skapa lämpliga incitament för de senare och sedan övervaka deras beteende. Tyvärr är det dock både kostsamt och komplicerat att konstruera denna typ av incitament.

Den kostnad som uppstår för att lösa intressekonflikten mellan aktieägare och företagsledare kallas i allmänhet för agentkostnad⁴⁴. Under denna omständighet är företagets värde inte optimalt maximerat. Skillnaden mellan det teoretiskt maximala värdet och det faktiska värdet definieras som summan av aktieägarnas övervakningskostnad plus kostnaden för implementering av kontrollmekanismer

4.3 Konflikten mellan företagets aktieägare och långgivare⁴⁵

Marknadsvärdet på det egna kapitalet i ett företag som utnyttjar skuldsättningens hävstångsverkan kan betraktas som en köption på att förvärva företaget till lösenpriset X, vilket är lika mycket som marknadsvärdet på skulderna. Detta innebär att när skulderna skall lösas kan ägarna välja att lösa ut obligationsinnehavarna och förvärva företaget till priset X eller kan de välja att inte utnyttja sin option och då bryta kontraktet, dvs. försätta företaget i konkurs. Aktieägarna kommer i större utsträckning vara benägna att använda skuldfinansiering för mer riskfyllda investeringar då de drar fördel av potentialen i projektets uppsida men begränsar exponeringen på nedsidan, gentemot värdet på det egna kapitalet⁴⁶.

På grund av intressekonflikten frestas aktieägarna att ägna sig åt strategier som nästan enbart ligger i deras egna intressen. Intressekonflikterna förstärks då företag befinner sig i en pressad finansiell situation, vilket leder till att företagets agentkostnader dramatiskt ökar. Nedan beskrivs tre själviska strategier som aktieägarna använder sig av för att skada långgivarna och för att förbättra sin egen situation. Strategierna är kostsamma eftersom de sänker marknadsvärdet på hela företaget.

⁴² Direktöversättning av engelskans ”Agency theory”.

⁴³ Ross S, Westerfield R, Jaffe J, *Corporate Finance*, s. 14

⁴⁴ Direktöversättning av engelskans ”agency costs”

⁴⁵ Direktöversättning av engelskans ”The shareholder bondholder conflict”.

⁴⁶ Munshi J, *Agency Theory*.

Incitament att ta större risker - Företag som står på konkursens brant tenderar ofta att ta större risker, eftersom de uppfattar att de "lekar" med någon annans pengar. Problematiken består i det fundamentala faktum att företagets långgivare har företrädesrätt till betalning medan aktieägarna har en residual fordran på mellanskillnaden mellan den totala utbetalningen och den del som utgår till långgivarna⁴⁷. Följande historia illustrerar tydligt dilemmat:

*"It seems that Federal Express was near financial collapse within a few years of its inception. The founder, Frederick Smith, took \$ 20,000 of corporate funds to Las Vegas in despair. He won at the gaming tables, providing enough capital to allow the firm to survive. Had he lost, the banks would simply have received \$ 20,000 less when the firm reached bankruptcy"*⁴⁸.

Incitament till underinvestering - Aktieägarna i ett företag med stor sannolikhet att gå i konkurs finner ofta att nya investeringar förbättrar långgivarnas situation på aktieägarnas bekostnad⁴⁹. Därför tenderar skuldsatta företag att även förkasta investeringar med ett positivt nuvärde. Slutsatsen är således så att en högre finansiell utväxling snedvrider investeringspolicyn. Medan ett företag med hög soliditet alltid väljer ett projekt med ett positivt nuvärde kan företaget med den låga soliditeten alltså avvika från denna strategi.

"Milking the property" - Ytterligare en strategi är att besluta sig för att ge utdelning eller andra typer av förtäckt utdelning då företaget befinner sig i en finansiellt pressad situation. Anledningen till denna manöver är att det då återstår mindre för långgivarna då företaget "mjölkas" på sina tillgångar.

Avslutningsvis bör det konstateras är att de ovan beskrivna själviska strategierna endast inträffar när det finns en sannolikhet för konkurs eller en finansiellt pressad situation. Vem är det då som får bära kostnaderna för de själviska strategierna? Ross, Westerfield och Jaffe⁵⁰, argumenterar att det i slutändan är aktieägarna. Rationella långgivare inser att de inte kan förvänta sig någon hjälp från aktieägarna när en finansiellt pressad situation är nära förestående. Det är snarare troligt att aktieägarna kommer att välja sådana investeringsalternativ som reducerar skuldernas värde. Långgivarna kommer som svar på detta skydda sig genom att höja avkastningskravet, räntan, som de kräver på obligationerna. Eftersom aktieägarna får betala den högre räntekostnaden är det paradoxalt nog troligt att de själva i slutändan får bära kostnaden för de själviska strategierna. För företag som står inför detta dilemma kommer det bli både dyrbart och problematiskt att finansiera sig genom en ökad skuldsättning.

⁴⁷ Se bilaga 3

⁴⁸ Ross S, Westerfield R, Jaffe J, *Corporate Finance*, s. 14.

⁴⁹ Se bilaga 3

⁵⁰ Ross S, Westerfield R, Jaffe J, *Corporate Finance*, s. 402.

4.4 “The Pecking-order Theory of Corporate Finance”

“The Pecking-order Theory⁵¹” säger att företag föredrar internt genererade kassaflöden (balanserade vinster) framför extern finansiering. Om finansieringsbehovet överstiger de balanserade vinsterna kommer företaget föredra att emittera obligationer framför eget kapital. Företagets långsiktiga finansieringsmöjligheter har alltså en ”pecking-order” som ser ut enligt följande:

- Internt genererad finansiering (balanserade vinstmedel)
- Emittering av räntebärande instrument
- Emittering av nya aktier

Denna ”pecking-order” kan förklaras av två faktorer. Den ena beror på att extern finansiering är dyrbar eftersom investmentbankerna kräver höga arvoden för att arrangera en sådan finansieringslösning. Den andra består i att det är svårt för aktieägarna att korrekt prissätta externt kapital när företagsledningen vet mer om företaget än aktieägarna (asymmetrisk information). Detta faktum kan leda till en motvilja hos aktieägarna att emittera nytt kapital i form av aktier. Om företag föredrar balanserade vinstmedel framför extern finansiering är det möjligt att de i mindre utsträckning kommer att använda sig av skuldfinansiering än vad som antyds av skatteskölden och kostnaderna då företaget befinner sig i ett finansiellt trångmål.

4.5 Resultat av tidigare forskning

4.5.1 Värdepapperisering i industriella företag

I en forskningsrapport utförd av Minton, Opler och Stanton på Ohio State University⁵² undersöker författarna varför industriella företag väljer att värdepapperisera tillgångar för att finansiera sin verksamhet när de i allmänhet har möjlighet att utfärda förlagslån⁵³. Författarna granskar teorier som antyder att företag föredrar finansiering via värdepapperisering när agentkostnaderna anses vara en viktig beslutsparameter vid beslut om extern finansiering. Teorierna undersöks i jämförelse med karakteristik hos företag inom fem branscher i USA som valt att värdepapperisera tillgångar under perioden 1987-1994.

Enligt författarnas mening är det inte helt uppenbart varför ett industriföretag skulle kunna tänka sig att välja värdepapperisering som ett alternativ till finansiering av sin verksamhet. Som tidigare nämnts hävdar M & M att ett företags kapitalstruktur är irrelevant i en värld med perfekt information, utan transaktionskostnader och där individen kan låna till samma låga kostnad som företagen⁵⁴. Denna irrelevans beträffande relationen mellan skulder och eget kapital borde också vara tillämplig på det företag som värdepapperiserar tillgångar. Företaget skulle varken öka eller minska sitt värde genom att värdepapperisera en tillgångsmassa. I förlängningen innebär detta att företaget skulle vara indifferent huruvida finansiering sker i form av värdepapperisering eller banklån. I verkligheten är det dock så att informationen inte är perfekt och företag måste ta hänsyn till både transaktionskostnader och kostnader för

⁵¹ “The pecking order theory” är allmänt tillägnad S.C. Myers, *The Capital Structure Puzzle*, Journal of Finance (July 1984).

⁵² Minton B, Opler T, Stanton S, *Asset Securitization among Industrial Firms*.

⁵³ Lån utan ställda säkerheter, eng. ”Unsecured debt”.

⁵⁴ Ross S, Westerfield R, Jaffe J, *Corporate Finance*, s. 371.

finansiellt trångmål. Möjligtvis är det dessa marknadsimperfectioner som motiverar vissa företag att värdepapperisera tillgångar.

Författarna menar vidare att det faktiskt finns teoretiska argument som kan förklara företags incitament att finansiera sin verksamhet genom värdepapperisering av tillgångar istället för att utfärda banklån. Faktum är att värdepapperisering kan mildra de agentkostnader som uppstår vid användandet av lånefinansiering genom att sänka övervakningskostnaderna för problem associerade med tillgångssubstitution och underinvestering. Nedan följer ett antal förklaringar till vad som motiverar ett företag att värdepapperisera tillgångar.

4.5.1.1 Eliminering av tillgångssubstitution⁵⁵

En ökad skuldsättning leder allt annat lika till högre risk. Till följd av detta fenomen kan en ökad skuldsättning ge upphov till intressekonflikter mellan företagets aktieägare och dess långivare och leda till suboptimala investeringsbeslut. En av de agentkostnader som förknippas med ökad skuldsättning är tillgångssubstitueringsproblemet⁵⁶, och den andra är den som berör underinvesteringsproblematiken⁵⁷. Stultz och Johnson (1985) antyder att agentkostnaderna kan vara lägre för lån med ställda säkerheter än för lån utan ställda säkerheter. James (1988) visar att värdepapperisering av tillgångar i finansieringssammanhang kan jämföras med lån där säkerhet ställs.

Det förekommer åtskilliga skäl till varför agentkostnaderna som är associerade med lån där säkerheter ställs kan bli lägre än för de lån som saknar säkerheter. För det första kräver lån med ställda säkerheter inte villkor i låneavtalet som föreskriver att låntagaren ska göra något, alternativt avhålla sig från att göra något. Lånevillkoren kan också vara lättare att förhandla om eftersom tillgångarna inte är föremål för tillgångssubstitution. För det andra får innehavarna av lån med ställda säkerheter inte ta del av vinsterna från företagets framtida investeringar. Med anledning av detta finns det inget underinvesteringsproblem förknippat med lån med ställda säkerheter. För det tredje är det så att eftersom utbetalningen på ett lån med säkerheter kommer från de bakomliggande tillgångarna som backar upp lånet och inte från utfärdaren, kommer fodringstagarna att kräva mindre information om det utfärdande företaget än vad som krävs av innehavare av lån utan ställda säkerheter. Ovanstående faktorer borde sänka kostnaderna för lån med underliggande tillgångar som säkerhet i förhållande till lån utan ställda säkerheter. Om detta är motivet till att utfärda lån med bakomliggande tillgångar som säkerheter borde företag med höga agentkostnader för sin lånefinansiering vara de mest troliga emittenterna. Dessutom borde företag med låg soliditet och/eller i finansiellt trångmål vara de mest sannolika eftersom agentkostnaderna är en ökande funktion av skuldsättningen.

4.5.1.2 Eliminering av underinvestering⁵⁸

Värdepapperisering av tillgångar kan vara ett sätt att undvika underinvesteringsproblemet. Stultz och Johnson (1985) visar att lån med ställda säkerheter kan användas för att öka företagets värde samtidigt som existerande långivare kan få det bättre om företaget kan ge sig an ett nytt projekt genom att emittera ett lån med ställda säkerheter. Berkovitch och Kim (1990) och även James (1988) finner också att lån med ställda säkerheter kan lindra

⁵⁵ Direktöversättning av engelskans "Avoidance of asset substitution".

⁵⁶ Tillägnad: Jensen and Meckling, "Asset substitution problem", (1976), direktöversättning.

⁵⁷ Tillägnad: Myers, "The under investment problem", (1977), direktöversättning.

⁵⁸ Direktöversättning av engelskans "Avoidance of underinvestment".

underinvesteringsproblemet. Det är mer sannolikt att underinvestering kommer att vara ett problem för företag med svaga tillväxtpotentialer eller som har en mindre sannolikhet att hamna i finansiellt trångmål. Om motivet att utfärda lån med säkerheter är att kringgå underinvesteringsproblemet är det troligt att företag med finansiella problem och/eller med svaga tillväxtpotentialer kommer att bli de som emitterar denna typ av lån. Tack vare att företagen kan emittera räntebärande värdepapper med underliggande tillgångar som säkerhet, tillåter de dem att genomföra positivt nuvärdesberäknade investeringar, vilket borde förbättra dessa företags finansiella utveckling.

4.5.1.3 Asymmetrisk information

Myers och Majluf (1984) föreslår en ”pecking order of corporate finance”. I deras modell vet företagsledarna mer om värdet på företaget än de potentiella investerarna vilket leder till att de tidigare agerar för att maximera värdet för de existerande aktieägarna. Rationella investerare kommer därför att diskontera värdet på en emission av värdepapper. Som ett resultat av detta kommer företagsledningen föredra intern finansiering när ett värdefullt investeringsprojekt skall genomföras. Om någon typ av värdepapperiserat instrument ändå måste tillgripas för finansieringen kommer företaget välja det säkraste alternativet. Lån med ställda säkerheter är i enlighet med tidigare resonemang en säkrare lösning än lån utan säkerheter eftersom den asymmetriska informationen är mindre då båda parterna har god kännedom om de underliggande tillgångarna. Under de här omständigheterna är det mest troligt att företag som har problem med asymmetrisk information kommer att utfärda lån med ställda säkerheter, dvs. genom att t.ex. värdepapperisera tillgångar.

4.5.1.4 Expropriering av företagets intressenter

Hittills har det konstaterats att värdepapperisering av tillgångar kan användas för att lösa informations- och agentrelaterade problem till följd av marknadsimperfectioner. Det är också möjligt att företag kan använda värdepapperisering som ett sätt att expropriera existerande aktieägare och långgivare. Stulz och Johnson (1985) hävdar att om lån med ställda säkerheter skall kunna förbättra värdet för aktieägarna och långgivarna, måste det åstadkommas genom en positiv förändring i investeringspolicyn. Denna förändring kanske inte kommer att inträffa om de existerande lånevillkoren inte inskränker företagets användande av intäkterna från en värdepapperisering. I detta fall kan lån med ställda säkerheter hjälpa företaget att ägna sig åt tillgångssubstitution eller utspädning av anspråken på tillgångarna. Ett företag kan exempelvis värdepapperisera existerande tillgångar med låg risk för att sedan använda intäkterna till investeringar med högre risk. Företagen skulle även kunna använda intäkterna för att genomföra negativa nuvärdesberäknade investeringar eller dela ut medlen till aktieägarna. Om detta föranleder lån med säkerhet i underliggande tillgångar borde utfärdandet associeras med reduktioner i den nuvarande långivarförmögenheten och ökning av aktieägarnas förmögenhet i företaget. Då incitamenten för tillgångssubstituering ökar med en lägre soliditet är det mer troligt att företag med låg soliditet kommer att värdepapperisera tillgångar.

En värdepapperisering skulle också kunna användas för att expropriera förmögenhet från aktieägarna om intäkterna investeras i negativa nuvärdesberäknade projekt. Ledningen i ett företag skulle kunna undvika de disciplinära effekterna av att de skött sig dåligt genom att monetarisera värdefulla tillgångar på företagets balansräkning. Lang, Poulsen och Stulz (1995) påstår att försäljningen av tillgångar kan tillåta icke-värdemaximerande chefer att eftersträva undermåliga projekt genom att skapa likviditet för investeringar.

⁵⁹ Direktöversättning av engelskans ”Expropriation of claimholders”.

Värdepapperisering av tillgångar kan betraktas på liknande sätt. Intäkterna från en värdepapperisering av tillgångar kan återinvesteras i dåliga projekt eller så kan de användas för att utrangera existerande lån. Genom denna manöver sänks företagets framtida utbetalningar.

Sammanfattningsvis tyder forskningsresultaten på att företag som värdepapperiserar tillgångar tenderar att vara större, vilket ligger i linje med standpunkten att det existerar stordriftsfördelar vid värdepapperisering. Resultaten påvisar också att företag som värdepapperiserar tillgångar befinner sig i ett mer prekärt finansiellt tillstånd än företag som inte gör det. Detta är också överensstämmande med de teorier som påstår att ett värdepapperiseringsbeslut delvis drivs av företagets ansträngningar att undvika informations- och agentrelaterade kostnader som uppstår vid utfärdandet av traditionella banklån.

4.5.2 Värdepapperiseringens förmögenhetseffekter⁶⁰

I en undersökning utförd av Thomas Hugh, "A preliminary look at gains from asset securitization⁶¹" har ett empiriskt test utförts på hur värdet av aktieägarnas och långivarnas tillgångar förändras vid värdepapperisering av icke-statligt garanterade tillgångar. 236 transaktioner har studerats under åren 1991-1996. Studien påvisar att värdepapperisering i betydande utsträckning är värdeskapande för aktieägarna i ett företag genom att varje värdepapperiseringstransaktion bidrar till 5 % överavkastning på aktien. Samma studie påvisar vidare i en undergrupp bestående av 137 transaktioner att värdepapperisering inte är värdeminskande för långivarna då även värdet på deras tillgångar ökar, dock endast med 0,21 %. Effekten för aktieägarna är större i industri- och tillverkningsföretag än för aktieägarna i banker och finansföretag. Företag med sämre kreditrating är föremål för större vinster genom att värdepapperisera tillgångar än företag med högre kreditrating. Hugh anser att undersökningsresultaten pekar på att de företag som mest frekvent använder sig av värdepapperisering, vilka majoriteten av de undersökta företagen de facto gjort, har en komparativ fördel i att effektivt utnyttja sina tillgångar genom värdepapperisering snarare än att ägna sig åt själviska strategier som i slutändan alltså tenderar att underminera företagets totala värde.

⁶⁰ Direktöversättning av "Wealth effects of securitization"

⁶¹ Journal of International Financial Markets, Institutions and Money 9 (1999), 321-333.

5. Värdepapperiseringens samhällseffekter

För att värdepapperisering i framtiden skall bli accepterad som finansieringsteknik krävs det att den vinner en bred acceptans av samhällsekonomin olika aktörer. För att då kunna förstå hur värdepapperisering som finansieringsform berör det finansiella systemets funktion följer nedan en kort beskrivning av det finansiella systemets uppgifter. Kapitlet avslutas med en diskussion kring disintermedieringen i samband med värdepapperisering.

5.1 Det finansiella systemets funktion

Regeringens proposition 2000/01:19 ”Bättre förutsättningar för värdepapperisering” anför följande skäl som de mest centrala för värdepapperiseringens framtida vara eller icke vara:

”För att värdepapperisering skall anses vara en från samhällets sida acceptabel finansieringsform får den inte negativt påverka stabiliteten i det finansiella systemet.”

Traditionellt brukar man tala om tre centrala uppgifter för det finansiella systemet:

- Kredit- och kapitalförsörjning
- Riskhantering
- Betalningsförmedling

Med kredit- och kapitalförsörjning förstås att det finansiella systemet möjliggör omfördelning av sparande från de hushåll och företag som under en viss period har ett överskott av kapital, till dem som behöver resurser för konsumtion eller investeringar. Systemet möjliggör en sammankoppling av dessa båda grupper vilket ger stora effektivitetsvinster i ekonomin. Det finansiella systemets uppgift när det gäller riskhantering är att överföra risker mellan olika individer och företag. Detta ger möjlighet för enskilda aktörer att begränsa och sprida sina risker vilket ökar effektiviteten och frigör resurser. Behovet av betalningsförmedling innebär att det finansiella systemet erbjuder en infrastruktur med rutiner och kanaler för alla de betalningar som är en del av en decentraliserad marknadsekonomi⁶².

5.2 Värdepapperiseringens påverkan på det finansiella systemet

Värdepapperisering bör kunna ge positiva effekter på kapitalförsörjningen i samhället. Genom att fordringar lyfts ut från kreditinstituten kan samma volym krediter omsättas och hanteras med mindre eget kapital utan att systemets stabilitet påverkas negativt. Detta bör innebära ett visst tryck nedåt på investeringskostnaderna i samhället och därigenom få en positiv inverkan på investeringarna. Kapitalförsörjningen bör också bli effektivare genom att illikvida tillgångar omvandlas till likvida. Tillgångar med stabila betalningsflöden såsom billån, kreditkortsfordringar och stora kundfordringsstockar kan genom en värdepapperisering

⁶² Regeringens proposition 2000/01:19, *Bättre förutsättningar för värdepapperisering*, s. 14 ff.

omvandlas till obligationer och ges ut på marknaden. Att dessa tillgångar får en andrahandsmarknad och blir likvida bör vid finansiering av sådan verksamhet leda till att likviditetspremierna sänks och att finansieringskostnaderna i samhället blir lägre.

Även riskhanteringen förbättras för såväl kreditinstitut som icke-finansiella företag genom värdepapperisering. Värdepapperisering kan därtill komma att påverka stabiliteten i det finansiella systemet i en positiv riktning genom en ökad genomlysning i prissättningen av kreditrisker.

Det finansiella systemets uppgift att tillhandahålla ett betalningssystem påverkas inte av värdepapperisering. Ett specialföretag kommer inte att ingå i betalningssystemens centrala infrastruktur, utan kommer endast att vara begränsade nyttjare av denna struktur.

Sammanfattningsvis bör värdepapperisering kunna förbättra det finansiella systemets möjligheter att omfördela kapital och att hantera risker utan att negativt påverka stabiliteten i det finansiella systemet. Även om ett specialföretag inte skulle kunna fullgöra sina förpliktelser bör det inte få några stabilitetshotande spridningseffekter till det finansiella systemet i övrigt. Tillgångsmassan är avgränsad och specialföretaget har inga löpande affärer i det finansiella systemet⁶³.

5.3 Värdepapperisering hotar bankernas existens

En term som ofta förekommer då värdepapperisering diskuteras ur ett samhällsekonomiskt perspektiv är disintermediering, som syftar på att både in- och utlåningskunder i allt större utsträckning överger traditionella bankprodukter. Dessa ersätts med andra produkter som t.ex. försäkringssparande och sparande i olika typer av fonder som ligger utanför bankernas balansräkningar, medan värdepappersmarknaderna används för finansiering istället för konventionella banklån. I Sverige har disintermedieringen företrädesvis ägt rum på bankernas skuldsida, dvs. sparandet på inlåningskonton har minskat. Däremot har inte utlåningen till företag från banker i någon större omfattning ersatts av en värdepappersfinansiering av företagets skulder. Det finns dock flera skäl till att den sistnämnda marknaden kommer att få ett kraftigt uppsving i framtiden, bland annat genom utvecklingen av eurobondmarknaden⁶⁴.

Värdepapperiseringen har fundamentalt förändrat den finansiella intermedieringen på världens kapitalmarknader sen sin debut för cirka 25 år sedan. Bankerna har sedan länge ansetts speciella eftersom de inkorporerar åtskilliga viktiga sociala funktioner på ett uppenbart synergistiskt sätt. Detta gäller särskilt deras in- och utlåningsverksamhet. På utlåningssidan har bankerna historiskt sett varit de främsta institutionerna när det gäller allokeringen av krediter. De har samlat in och bearbetat information för att analysera kreditrisker, beviljat eller avslagit låneansökningar samt finansierat och administrerat lån. Tillkomsten av värdepapperisering antyder emellertid att vissa av dessa funktioner kan frigöras från varandra för att uppnå större effektivitet och lönsamhet. Detta gäller särskilt kreditbedömnings- och låneadministrationsfunktionerna som genom värdepapperisering kan separeras från finansieringsfunktionen⁶⁵.

⁶³ Regeringens proposition 2000/01:19, *Bättre förutsättningar för värdepapperisering*, s. 14 ff.

⁶⁴ Blåvarg M, Lilja P, *Värdepapperisering – en framtida finansieringsform*, s. 26.

⁶⁵ Hugh T, *A preliminary look at gains from asset securitization*. s. 321 ff.

Förståelsen av hur bankernas existens hotas av värdepapperisering kan med enkelhet illustreras genom att belysa de tre grundläggande skillnaderna mellan traditionell bankverksamhet och värdepapperisering. För det första paketeras underliggande illikvida lån till likvida värdepapper. För det andra, när lånen är emitterade är den risk som åtföljer dem avskiljd från emittentens låneportfölj under antagandet att tillgången bokförs utanför det säljande företags balansräkning. För det tredje kringgår man bankportföljens traditionella riskbärande roll tack vare tillgångsdisintermedieringen genom att olika obligationsklasser skapas för att täcka in så många riskpreferenser som möjligt hos den tilltänkta investerarkretsen⁶⁶.

Outsourcingaspekten är viktig för att förstå disintermedieringen på dagens kapitalmarknader. Värdepapperisering tillåter finansiella institutioner att specialisera sig på aktiviteter där de har komparativa fördelar. Traditionellt sätt har bankerna administrerat alla funktioner vid lånefinansiering. Värdepapperiseringen delar upp processen i olika delprocesser där olika aktörer funnit sin roll: Originatorn (bank, företag), specialföretaget (SPV:t), arrangören (t.ex. investmentbanker och konsultfirmor), kreditbedömning och övervakning (t.ex. Standard & Poor's), kreditförstärkande åtgärder (försäkringsbolag) och investerare (t.ex. finansiella institutioner). Att värdepapperiseringen hotar bankernas existens beror i detta sammanhang att bankerna i princip endast är stora aktörer vad gäller originering av de underliggande tillgångar som värdepapperiseras.

⁶⁶ Sinkey J F Jr, Strategic Uses of Securitization and Structured Finance. Se kapitel 6.1.4.1

6. Teoretiskt Ramverk

Följande kapitel syftar till att öka läsarens förståelse för hur en värdepapperisering fungerar teoretiskt. Det inleds med att beskriva hur värdepapperiseringsprocessen är uppbyggd, samt hur den för värdepapperisering så viktiga ratingprocessen är konstruerad. I anslutning till detta följer en beskrivning av vilka typer av tillgångar som är lämpade att värdepapperisera och vilka motiv som ligger bakom en sådan transaktion. Därefter ges en kort beskrivning av några tidigare utförda värdepapperiseringar av kapitalintensiva tillgångar i Sverige. Kapitlet avslutas med en redogörelse för de juridiska och redovisningsmässiga lagar och förordningar som är tillämplbara på en värdepapperisering.

6.1 Värdepapperiseringsprocessen

6.1.1 Aktörer

Projektgruppen utmed hela värdepapperiseringsprocessen kan bestå av allt från 10 till 40 personer från kanske upp till 10 olika företag. Enligt Standard & Poor's (S & P) kan man benämna de aktörer som är allra viktigast i samband med genomförandet av värdepapperiseringen för "key players"⁶⁷. Interaktionen och samarbetet mellan samtliga key players spelar en väsentlig roll för värdepapperiseringen utfall. Nedan följer en kort presentation av samtliga key players samt respektives uppgifter under processen.

Originator - Det säljande företaget under en värdepapperiseringstransaktion kallas allmänt för originator. Originatorn kan i princip vara verksam i vilken sektor som helst. Det är nästan uteslutande originatorn som tar initiativet till att värdepapperisera. Många gånger agerar originatorn även som ett s.k. *serviceföretag*, dvs. det åtar sig att administrera den löpande verksamheten av de underliggande tillgångarna. Därmed kan originatorn övervaka verksamheten samt bibehålla sina kundkontakter med eventuella kredittagare även efter värdepapperiseringen⁶⁸.

Specialföretaget - Inom värdepapperiseringslitteraturen betecknar man ofta specialföretaget som SPV (Special Purpose Vehicle), SPE (Special Purpose Entity) eller SPC (Special Purpose Company)⁶⁹. Specialföretaget bildas av originatorn eller något annat företag med uppgift att förvärva tillgångarna samt därefter finansiera dem genom att emittera obligationer eller andra liknande värdepapper på värdepappersmarknaden. Priset på tillgångsmassan bestäms oftast genom att göra en nuvärdesberäkning på tillgångarnas framtida kassaflöde. Värdepapperiseringar där avsikten är att förlägga tillgången utanför balansräkningen struktureras oftast så att SPV:t ägs av en stiftelse eller en s.k. *Trust*⁷⁰ för att undvika att

⁶⁷ Flink M, *Rating & Securitisation*.

⁶⁸ Specialföretagets uppgifter varierar kraftigt beroende på vad det är för tillgångar som omfattas av värdepapperiseringen. Se vidare kapitel 6.1.3.

⁶⁹ Vanligaste benämningen är dock SPV varpå vi genomgående kommer att använda oss av denna förkortning.

⁷⁰ Trust är en juridisk konstruktion som står som ägare då SPV:t förläggs i länder med anglosaxisk lagstiftning. En trust kan inte helt jämföras med den svenska stiftelseformen.

säljaren får ett dominerande inflytande. I de fall då originatorn önskar ha kvar tillgången i balansräkningen är denna huvudägare av specialbolaget⁷¹.

Investmentbanker/Arrangörer - Denna aktörs uppgift är att arrangera samt övervaka alla delprocesser under själva värdepapperiseringenprocessen. Arrangörens syfte är även att knyta samman samtliga key players samt löpande hålla dem uppdaterade under processens gång. Detta innebär i sin tur att arrangören måste inneha en mycket god relation med de involverade parterna.

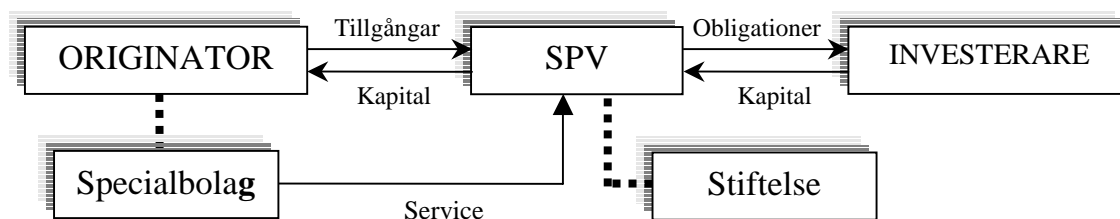
Ratinginstitut - För att bedöma kreditvärdigheten och de legala förutsättningarna i värdepapperstransaktionen anlitas vanligtvis ett ratinginstitut. Då ratingprocessen är väldigt tids- och kostnadskrävande har vi valt att beskriva den mer ingående i ett separat kapitel⁷².

Konsulter - Värdepapperiseringenprocessen är ett relativt komplicerat finansieringsalternativ med ständigt förnyade lagar och redovisningsrekommendationer. Därför är det i de flesta fall nödvändigt för originatorn att anlita jurister och revisorer som är experter inom området. Även lag- och redovisningsaspekterna kommer därför att behandlas separata kapitel⁷³.

Investerare - En värdepapperisering kommer aldrig att kunna realiserars om den inte medför fördelar för de aktörer som förväntas förvärva tillgångsmassan. Dock är en av de stora fördelarna med obligationerna som emitteras i samband med en värdepapperisering att de kan struktureras på många olika sätt så att de attraherar investerare med olika krav på risk, valutor, kupongräntor etc. Därför utgör marknadsundersökningen av investerarkarakteristiken en mycket viktig roll under värdepapperiseringenprocessen. Investerarna är i huvudsak finansiella institutioner och banker⁷⁴.

6.1.2 Grundstrukturen vid värdepapperisering

Värdepapperisering på den mest grundläggande nivån innebär, som tidigare nämnts, att originatorn säljer av en tillgångsmassa med stabilt kassaflöde till ett SPV. SPV:t finansierar i sin tur köpet genom att emittera obligationer eller andra liknande värdepapper till investerare på värdepappersmarknaden. Vanligtvis agerar sedan originatorn som specialbolag för den värdepapperiserade tillgångsmassan. Denna process kan illustreras mycket enkelt med hjälp av ett flödesschema.



Figur 7: Grundstrukturen vid en värdepapperisering. Källa: Egen

⁷¹ Månsson F, Andersson P-U, *Värdepapperisering - Securitization*, s. 110.

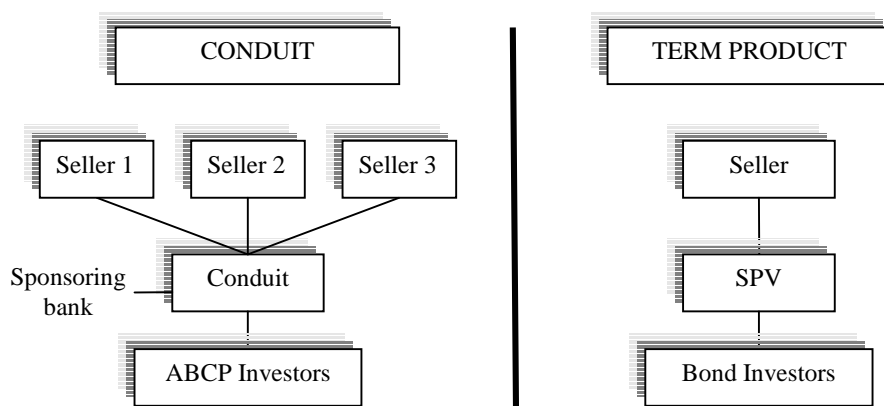
⁷² Se kapitel 6.1.5

⁷³ Se kapitel 6.5 och 6.6

⁷⁴ Stefan Engstrand, SEB Merchant Banking.

6.1.3 Conduit och Term product

Räntebärande finansiella instrument som emitteras genom värdepapperiseringsmetoden struktureras oftast genom ”Term Deals” om de erbjuds marknaderna som en obligation med lång löptid, medan de som emitteras på kort sikt kallas för ”Conduits”⁷⁵. Den i vårt fall beskrivna grundstrukturen vid en värdepapperisering ovan är ett exempel på en Term Product. Obligationsprogram av denna karaktär kräver en kritisk massa för att de skall kunna realiseras, vilket innebär att de riktar sig mot en bred europeisk investerarklass t.ex. eurobondmarkanden. Obligationerna är vidare marknadsnoterade och har typiskt sett hög kreditvärdighet. Då conduitstrukturen är mer kortsiktig till sin natur är dess karakteristik annorlunda. Obligationerna är inte marknadsnoterade och de denomineras i betydligt mindre belopp. Ett viktigt karaktärsdrag är att säljarna av de underliggande värdepapperiserade tillgångarna är många samt anonyma för investerarna. Denna struktur finansieras företrädesvis via företagscertifikat på den amerikanska penninglånemarknaden, US ABCP⁷⁶.



Figur7: Conduit och Term Product. Källa: SEB Merchant Banking, Anders Engstrand.

ABCP – Conduits återfinansieras i huvudsak genom emittering av företagscertifikat. Denna värdepapperiseringsstruktur går under benämningen ”Asset Backed Commercial Paper” och svarade 1999 för mer än 500 Mdr dollar av det totala antalet utestående företagscertifikat, vilket motsvarar mer än en fjärdedel av den amerikanska penninglånemarkanden.

ABS – ”Asset Backed Securities” är alla typer av Term Products som inte faller under benämningen MBS.

MBS – Denna typ av struktur kallas för ”Mortgage Backed Securities” vars bakomliggande tillgång består av bolån (hypotekslån). MBS är som regel en ”Term Product” men utgör en egen högst specialiserad marknad. Dessa instrument löper oftast med fast ränta och deras risk är kopplad till förtidsinlösen av de underliggande bolånen⁷⁷.

Fortsättningsvis kommer uppsatsen bara att behandla värdepapperisering i form av ”Term Product”, då detta är den form som används vid värdepapperisering av reala kapitalintensiva tillgångar.

6.1.4 Kreditförstärkningar⁷⁸

⁷⁵ Société Générale Recherche ABS, *ABS – Guide pratique pour investisseurs*, s. 1.

⁷⁶ Engstrand A, *Nordic Securitisation Market Historical Development and Outlook*.

⁷⁷ Société Générale Recherche ABS, *ABS – Guide pratique pour investisseurs*, s. 1.

⁷⁸ Direktöversättning av engelskans ”Credit Enhancement”.

För att de emitterade obligationerna skall uppnå en fördelaktig rating, vilket ökar originatorns möjligheter att finna ett billigt finansieringsalternativ, krävs det vanligtvis att någon kreditförstärkande åtgärd tillförs. Syftet med kreditförstärkningen är att absorbera de eventuella försämringar i betalningsflödet som kan uppkomma av olika anledningar. På så vis reducerar kreditförstärkningen även kreditriskexponeringen för de potentiella investerarna. Kreditförstärkande åtgärder kan tillföras såväl internt som från externa aktörer. Vilka metoder som används är beroende av vilka tillgångar som skall värdepapperiseras, kostnadsläge på marknaden för olika metoder, investerarnas preferenser etc. Oftast sker det en kombination av de olika metoderna.

6.1.4.1 Interna kreditförstärkningar

Interna kreditförstärkningar utförs av någon eller några av aktörerna inom projektgruppen. Det har utarbetats ett flertal olika tekniker för detta syfte. Vanligast av dessa är ”Subordination”, ”Overcollateralisation”, ”Cash Deposits” samt ”Recourse Agreements”⁷⁹.

Subordination - Subordination, eller ”Credit-tranching” som det även kallas, är den vanligaste formen av kreditförstärkande åtgärder⁸⁰. Åtgärden innebär att det kassaflöde som genereras av den underliggande tillgången allokeras till olika obligationsklasser (eng. tranches). Olika tranches har olika förmånsvärde dvs. olika återbetalningsskyldigheter. Obligationerna med störst förmånsvärde uppnår, på grund av större återbetalningsskyldighet, en högre rating på bekostnad av klasserna med lägre förmånsvärde. Då det föreligger skillnader i förmånsvärde och rating är det även stora prisskillnader mellan de olika obligationsklasserna. Klassen med det högsta förmånsvärdet kallas allmänt för ”senior tranche”, eller ”Class A”, medan klassen med lägsta förmånsvärdet felaktigt brukar kallas ”Equity”⁸¹. Mellan de båda klasserna finns det i sin tur intermediära tranches (”subordinated tranches” eller ”mezzenines”) som klassificeras beroende på respektives grad av förmånsvärde (Class B,C,D etc). Samtliga klasser kan vidare delas in i subklasser beroende på obligationens livslängd (A-1, A-2.....)⁸².

Då det föreligger en högre risk att inneha tranches med lågt förmånsvärde ger dessa obligationer oftast högre kupongränta⁸³. Dessutom kan SPV:t fastställa vilka obligationsklasser ett eventuellt överskott i kassaflödet skall tillfalla. Ofta innebär detta att klasserna med lägre förmånsvärde erhåller en större procentsats av kassaflödets överskott. Strukturen på de emitterade obligationerna kan se ut enligt figuren nedan:

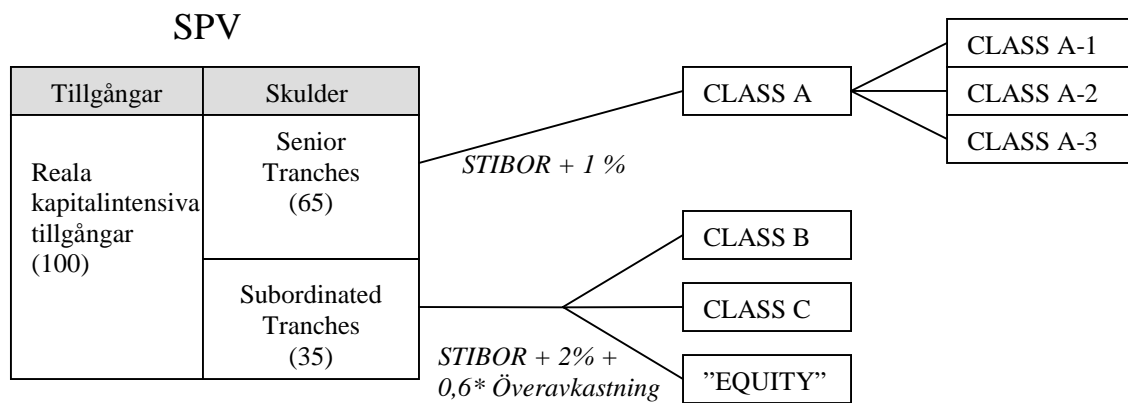
⁷⁹FSA Inc, *A guide to Insured Asset-Backed Securities*, s. 10. Vi väljer att här använda oss av den engelska vokabulären då det ännu inte finns några adekvata svenska översättningar att tillgå samt då den engelska vokabulären inom detta område används frekvent i svensk dokumentation om värdepapperisering.

⁸⁰ Skarabot J, *Subordination Structure of Asset-Backed Securities*, sid. 4.

⁸¹ Société Générale Recherche ABS, *ABS – Guide pratique pour investisseurs*, s. 4.

⁸² Société Générale Recherche ABS, *ABS – Guide pratique pour investisseurs*, s. 4.

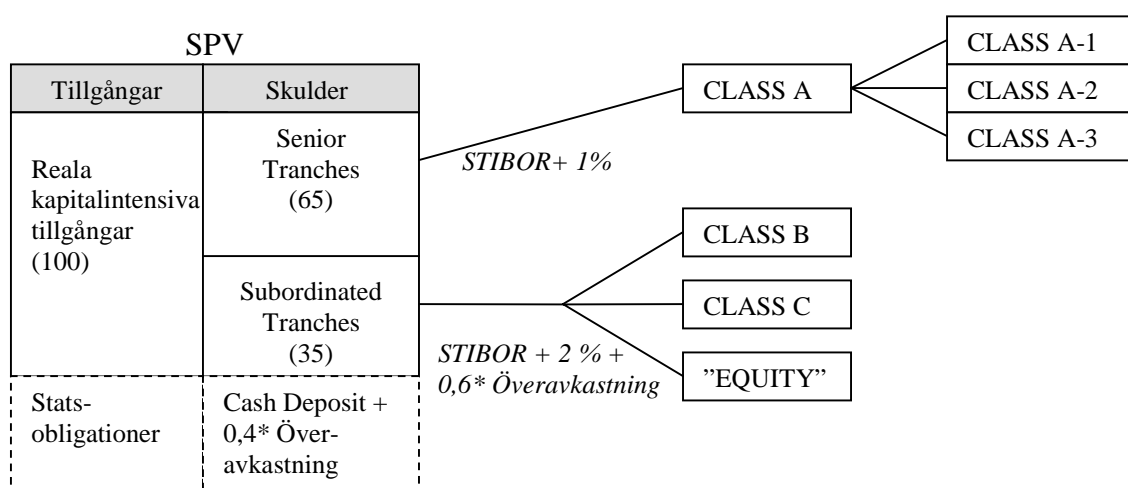
⁸³ Månsson F, Andersson P-U, *Värdepapperisering-Securitisering*, s. 189 ff.



Figur 8: Subordination struktur. Källa: Modifierad från ursprunget: SG, Recherche ABS 2000.

Overcollateralisation - Genom att tillföra specialbolaget den resterande överavkastningen på tillgångarnas kassaflöde som inte går till obligationsinnehavarna, skapas en buffert för eventuella negativa kassaflödesfluktuationer. I figuren ovan skulle detta innebära att SPV:t erhåller resterande 40 procent av överavkastningen. Nackdelarna med denna teknik är att ett uteblivet överskott ökar risken på obligationsinnehavarnas återbetalningar då det inte genereras någon buffert. I somliga fall motverkar originatorn detta genom att sälja sina tillgångar till underpris⁸⁴, vilket kan leda till att värdepapperiseringen inte blir lika förmånlig⁸⁵.

Cash Deposits - Istället för att skapa en buffert med kassaflödets överavkastning kan originatorn redan vid utförsäljningen av tillgångarna göra en kontant utbetalning till specialbolaget. Vanligtvis återinvesterar SPV:t denna kontantinbetalning i säkra likvida värdepapper som tex. statsobligationer. Denna buffert fungerar sedan på samma sätt som vid en overcollateralisation. Ofta kombineras dessa båda metoder i samband med värdepapperiseringen. Figuren nedan visar konsekvenserna av en cash deposit och overcollateralisation i vårt exempel:



Figur 9: Cash Deposit+ Overcollateralisation. Källa: Modifierad från ursprunget: SG, Recherche ABS 2000.

⁸⁴ Den initiala delen av köpeskillingen understiger vanligen värdet av alla tillgångar för att åstadkomma den extra säkerhet som en buffert utgör.

⁸⁵ Blåvarg M, Lilja P, Värdepapperisering – en framtida finansieringsform, s. 32.

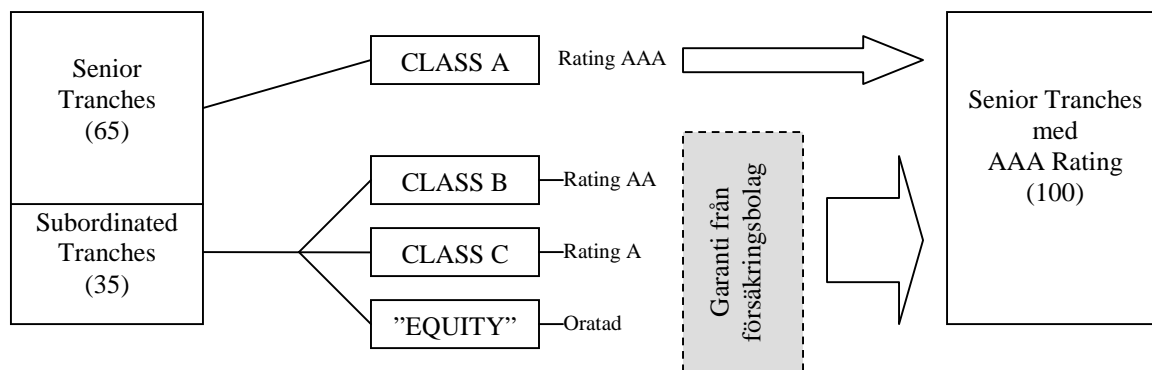
Recourse agreement - Originatorn kan själv ställa ut en garanti för återbetalning till obligationsinnehavarna om kreditförlusterna blir för stora. Återbetalningstaket bestäms i regel innan obligationerna emitteras. Beroende på hur högt detta tak är påverkas också de emitterade obligationernas rating.

6.1.4.2 Externa kreditförstärkningar

Ett ytterligare sätt på vilket man kan kreditförstärka de emitterade obligationerna är genom att en tredje part garanterar hela eller delar av värdepapperstransaktionen. De externa kreditförstärkningar som hittills varit mest nyttjade är poolförsäkringar, försäkringar från ett monolinebolag samt bankgarantier^{86 87}.

Poolförsäkringar - Denna typ av försäkring innebär att ett försäkringsbolag med ett kreditbetyg som minst motsvarar ratingen på obligationen med lägst förmånsvärde, absorberar risken för kreditförlusterna i obligationerna. Därmed kan försäkringsbolaget i egenskap av sin fördelaktiga kreditvärdighet höja de emitterade obligationernas rating. En ytterligare fördel med poolförsäkring är att en tredje part som har god kunskap om riskhantering går in och gör en noggrann analys och uppföljning av tillgångsportföljen under transaktionens löptid.

Storleken på försäkringen bestäms huvudsakligen av försäkringsbolaget utifrån dennes riskbenägenhet. I somliga fall kan det garantigivande försäkringsbolaget gå in och täcka samtliga risker i obligationerna med lägre förmånsvärde varpå samtliga obligationer emitteras som senior tranches. Det bör dock påpekas att en poolförsäkring snabbt kan omvandlas till en ökad risk för investerarna om det berörda försäkringsbolaget händelsevis skulle bli nedgraderat av ratinginstitutet.



Figur 10: Poolförsäkringar. Källa: Egen

Försäkringar från monolineföretag - Ett monolineföretag är ett bolag som enbart sysslar med försäkringar av finansiella instrument. Hittills existerar det ytterst få monolinebolag som inte är amerikanska, men internationaliseringen av denna verksamhet har börjat ta fart, och då framför allt i Europa. Fördelen med ett monolinebolag är att de arbetar nära ratinginstitutet, vilket medför att de ofta erhåller de högsta möjliga ratingbetygen samt att de mycket sällan blir nedgraderade. Skillnaden mellan ett traditionellt försäkringsbolag och ett monolinebolag vad gäller värdepapperstransaktionerna är att den senare helst arbetar med garantier som täcker 100 % av den totala transaktionen. Dessutom garanterar monolinebolagen investerarna att kapital- och räntebelopp betalas på utsatt tid.

⁸⁶ Engelska: "Letter of credit".

⁸⁷ Månsson F, Andersson P-U, *Värdepapperisering-Securitisation*, s. 191.

Bankgaranti/ "Letter of Credit" - Även banker kan lämna garantier för oförutsedda negativa kassaflödesfluktuationer. Bankgarantier fungerar på precis samma sätt som poolförsäkringar. I de fall där bankerna lämnar en "Letter of Credit" rör det sig oftast om värdepapperiseringar där banken själv är originator eller medverkar i processen.

6.1.5 Ratingförfarandet

Ratingprocessen spelar en kritisk roll för värdepapperiseringens utgång, då investerarnas avkastningskrav på obligationerna är beroende av vilken rating de emitterade värdepapperna erhåller. En sämre rating medför att investerarna kräver högre avkastning för att uppbära den ökade risken, varpå originatorns räntekostnader ökar. Då en av förutsättningarna för att genomföra en värdepapperisering är att obligationsräntan ligger under företagets tidigare genomsnittliga låneränta hjälper ratingbolagen till att ta fram den optimala strukturen på värdepapperiseringsobjektet redan under initialskedet.

Av de ratingbolag som opererar i Sverige är Standard & Poor's samt Moody's de mest erkända. De båda bolagen har lång erfarenhet av värdepapperisering på grund av sin globala verksamhet. Då detta avsnitt grundar sig på information från Standard & Poor's⁸⁸ redogörs ratingprocessen av en värdepapperisering utifrån deras synvinkel.

Den huvudsakliga divergensen mellan ratingen av en värdepapperiserad tillgång och andra former av finansiering är att den värdepapperiserade tillgången inte är kopplad till originatorns allmängiltiga kreditvärdighet. Genom att poola de tillgångar som värdepapperiseras poolar man även risken på tillgångarna. Detta leder i sin tur till att de emitterade obligationernas underliggande tillgångar, som inte längre ägs av originatorn, erhåller en bättre rating än originatorn i sig.

6.1.5.1 Rating av en värdepapperiserad tillgångsmassa

Enligt S & P finns det 4 nyckelfaktorer vid analysen inför en värdepapperisering. Samtliga faktorer är viktiga att beakta innan man fastställer det slutgiltiga kreditbetyget för de poolade tillgångarna.

- **Företagsbedömning** - Den första analysen skall ge en generell inblick i originatorns verksamhet. Här gör man en grov utvärdering av t.ex. samtliga tillgångar inom företaget, företagets historia och framtidsutsikter, övergripande strategier, marknadsföringsåtgärder, kundservice, informationssystem, historiska nyckeltal etc.
- **Juridisk och skattemässig analys** - Beroende på var, när och hur värdepapperiseringen genomförs måste olika lagar och förordningar tillämpas. Denna analys syftar till att sammanställa de adekvata lag- och skattefrågor som berörs av den kommande värdepapperiseringen.
- **Analys av kreditrisk** - Syftet med denna analys är enligt S & P "to determine the appropriate default and recovery rate for the desired rating"⁸⁹. Detta åstadkommer man genom att fokusera sig på två delar. Dels utvärderar man branschens framtidsutsikter genom insamling av data och marknadsundersökningar. Dels gör man en omfattande

⁸⁸ Flink M, *Rating & Securitisation*

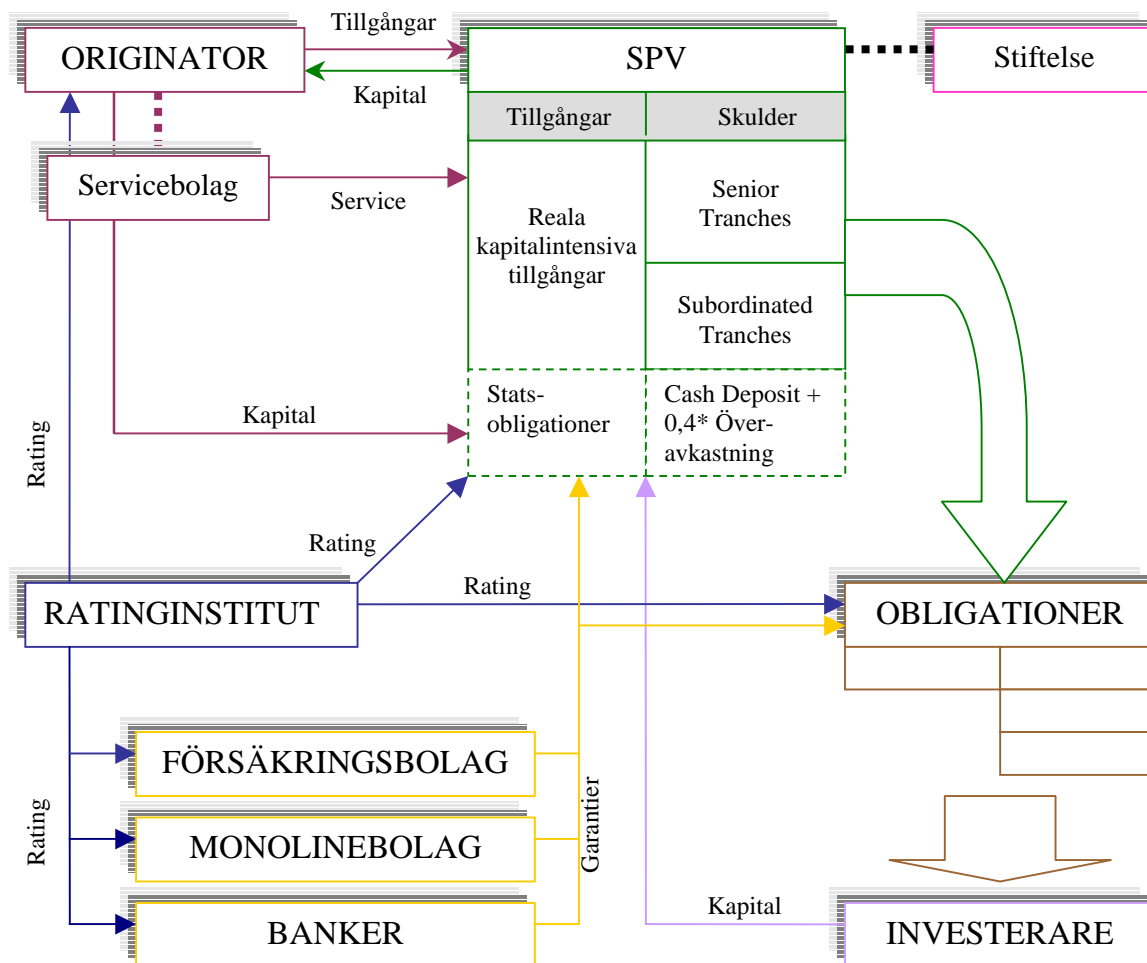
⁸⁹ Flink M, *Rating & Securitisation*

portföljanslys av de tilltänkta tillgångarna. I den senare tittar man både på de separata tillgångarnas historiska kassaflöde, avkastning, tillväxt etc. samt tillgångsportföljens sammantagna karakteristik som diversifiering, säsongsberoende och cykliska påverkan.

- **Analys av kassaflödet** - Avsikten med den sista analysen är att på ett lämplig sätt matcha tillgångsportföljens kassaflöde med investerarnas avkastningskrav. Det är först nu som man delar upp obligationerna i olika klasser och sätter ett kreditbetyg för varje klass. Det är även i detta stadium som aktörerna tillsammans sätter upp en provisorisk balansräkning och resultaträkning för SPV:t.

6.1.6 Värdepapperiseringsstrukturen

Genom att knyta samman de olika delprocesserna i en figur får man en standardiserad bild av hur värdepapperiseringsprocessen kan vara uppbyggd. Om värdepapperiseringen sker på annan ort än i Sverige, i den bemärkelsen att SPV:t har en utländsk juridisk hemvist, brukar dock någon obligationsklass i emissionen denomineras i utländsk valuta. För att obligationsklasserna skall matcha det inflöde som sker i svenska kronor, tillkommer det i dessa fall även en mängd swap- och ränteaftal. Dessa avtal tas dock inte upp i figuren nedan, då uppsatsen endast har till uppgift att belysa värdepapperisering ur ett svenskt perspektiv.



Figur 11: Värdepapperiseringsstrukturen. Källa: Egen

6.2 Vilka typer av tillgångar kan värdepapperiseras?

Tillgångar på företagets balansräkning kan principiellt delas in i reala och finansiella tillgångar. Balansräkningens anläggningstillgångar delas in i tre undergrupper; immateriella-, materiella- och finansiella anläggningstillgångar. Grovt förenklat återfinns de reala tillgångarna bland de materiella anläggningstillgångarna i form av byggnader och mark, maskiner, inventarier och pågående nyanläggningar⁹⁰. De finansiella anläggningstillgångarna innefattar olika typer av långfristiga fordringar. I ett värdepapperiseringssammanhang är även omsättningstillgångarna intressanta, närmare bestämt de kortfristiga fordringarna i form av kundfordringar. Som tidigare nämnts har merparten av de tillgångar som hittills värdepapperiserats varit finansiella tillgångar i form av krediter.

Då värdepapperiseringens grundkoncept i de närmaste kan tillämpas på alla tillgångar som är någorlunda värdebestående och som genererar ett stabilt och förutsägbart framtida betalningsflöde är det endast fantasin som utgör begränsningen⁹¹.

De kapitalintensiva reala tillgångar som kan tänkas bli föremål för en värdepapperisering, och som därmed är mest intressanta för uppsatsen, är t.ex. skogsfastigheter, kraftverk, kraftnät, fallrättigheter, stora industrianläggningar, flygplan, olje- och transportfartyg, hyres- och kommersiella fastigheter, statens stora infrastrukturprojekt i form av Öresundsförbindelsen, Citytunneln samt Banverkets olika projekt och anläggningar etc.

6.2.1 Tillgångens karaktärsdrag⁹²

Även om förteckningen över tillgångar som kan värdepapperiseras i de närmaste verkar vara oändlig är teknikens grundprinciper relativt enkla att förstå och de är gemensamma för nästan alla typer av transaktioner där tillgångar värdepapperiseras. Men för att en tillgång skall kunna bli föremål för en värdepapperisering måste ett antal gemensamma karaktärsdrag uppfyllas. Nedan följer en kort redogörelse av dem:

Kassaflöde - En tillgång berättigar innehavaren att åtnjuta rätten att erhålla ett definierat kassaflöde från en gäldenär med ett visst belopp vid en viss tidpunkt. Tillgångens värde består med andra ord egentligen i en serie temporala kassaflöden.

Säkerhet - Om kassaflödets underliggande säkerhet är av bestående och värdefull natur kan den realiseras i SPV:t. Detta illustreras enklast med ett exempel. I en värdepapperiserad fastighet består säkerheten i den underliggande egendomen tillsammans med andra kreditförstärkningar, vilka kommer att utgöra väsentliga bidrag för att återvinna eventuella förluster som kan uppstå. Utan säkerheterna hade värdepapperisering varit ett oekonomiskt sätt att finansiera verksamheten.

Riskspridning – Då en enda tillgång inte borgar för en god riskspridning måste den antingen inlemmas i en portfölj eller stödjas av lämpliga kreditförstärkande åtgärder. Ett enskilt banklån har ju ett relativt begränsat värde i relation till det totala tillgängliga utbudet av banklån. Utvecklingen av en enskild tillgång snedvrider alltså med stor sannolikhet inte hela

⁹⁰ FAR 2000.

⁹¹ På grund av detta utelämnas en uppräkningslista av samtliga tillgångar som kan värdepapperiseras. För vidare läsning om lämpliga värdepapperiseringsobjekt se www.vinodkothari.com

⁹² Nicolle T, *Introduction to Securitisation*.

tillgångsportföljens utveckling. Som en följd av detta kan hela portföljen betraktas som en enskild tillgång med förutsägbar utveckling.

Homogenitet - Tillgångarna måste vara relativt homogena vilket innebär att det inte får existera stora skillnader i dokumentation, varken inom tillgångsslaget eller på det sätt värdepapperiseringen genomförs. Om skillnaderna är för stora kommer det bli svårt att beakta tillgångarna som en enskild portfölj.

Inga negativa klausuler - De fordringsavtal som värdepapperiseras måste garanteras fortlevnad även om originatorn hamnar i obestånd. Särskilda klausuler är därför svåra eller omöjliga att inkludera i en värdepapperiseringstransaktion. En sådan negativ klausul begränsar eller förbjuder de åtgärder ett företag kan vidta. Dessa kan bestå i att företaget är förbjudet att sälja eller leasa ut några av sina större tillgångar utan godkännande av sina långgivare eller att företaget inte får utfärda ytterligare obligationsprogram för sin långfristiga finansiering.

Kapacitet - Det måste vara möjligt att genomföra de nödvändiga transaktioner som en värdepapperisering kräver i relation till den berörda tillgången. Om tillgången är belagt med specifika förbud som förbjuder denna typ av transaktion kommer en värdepapperisering i traditionell bemärkelse inte gå att genomföra.

Volym – För att kunna sprida de omfattande kostnaderna och få lönsamhet i samband med transaktionen krävs att den underliggande tillgångsmassan har ett värde överstigande minst 500 Mkr.⁹³

Oberoende från originatorn – Om syftet med värdepapperiseringen är att erhålla en finansiering utanför balansräkningen måste tillgången isoleras på så sätt att den blir oberoende av originatorns existens. Detta krav tenderar att ha en vidare restriktion än det ovanstående exemplet om negativa klausuler. Ett antal olika tekniska frågor kan uppstå som t.ex. om tillgångens avkastning är noterad med referens till originatorn (eg. som originatorns ränta). Här kan det då uppstå en strukturell svårighet vid händelsen att originatorn blir insolvent (eg. vilken är nu räntan som tillgången avkastar?).

6.3 Motiven bakom en värdepapperisering

Det är i normala fall originatorn som tar initiativet till att genomföra en värdepapperiseringstransaktion. Orsaken är i de flesta fall att denne vill förändra sin tillgångsstruktur. Ur originatorns perspektiv är värdepapperisering en källa till finansiering som kompletterar eller ersätter andra finansieringskällor. En sådan finansiering låter sig emellertid inte genomföras om det inte samtidigt finns fördelar för de aktörer som förvärvar tillgångsmassan och för de som skall finansiera förvärvet. Då en värdepapperiseringstransaktion är en ekonomisk och juridisk relation mellan två parter, originatorn och investeraren, måste transaktionen belysas ur två olika perspektiv.

⁹³ Lars Bergström, Öhrlings PriceWaterhouseCoopers

6.3.1 Originatorns fördelar av en värdepapperisering

Diversifiering av finansieringskällor - Företagets risktagande minskar då de externa finansieringskällorna blir fler. Detta är ju direkt förenligt med portföljvalsteorins grunder, dvs ”att inte lägga alla ägg i samma korg”. Genom att använda sig av ytterligare en källa för extern finansiering kan företaget minska sitt totala risktagande, vilket allt annat lika leder till att verksamhetens värde ur aktieägarnas perspektiv ökar.

Minskad totalkostnad för finansiering - Den minskade totalkostnaden för företagets finansiering är delvis en följd av diversifieringseffekten. Ett företag eller en finansiell institution med flera leverantörer kan med fördel utnyttja konkurrensförhållandet mellan de olika leverantörerna för att pressa kostnaden, dvs. räntan. Ytterligare en viktig anledning till att finansieringskostnaden kan reduceras via en värdepapperisering är att tekniken innebär att man kan utnyttja styrkan i de tillgångar man har i sin balansräkning. Ett företag som t.ex. levererar till stat eller kommun har en kundfordringsstock med mycket hög kreditvärdighet. Genom en värdepapperisering erhålls maximal utväxling av denna styrka i företags balansräkning.

Finansiering utanför den egna balansräkningen - En av de mest centrala fördelarna med värdepapperisering är att finansieringen av verksamheten sker utanför företagets balansräkning. De tre nästföljande fördelarna är egentligen en konsekvens av detta.

Förbättrade nyckeltal - Genom att värdepapperiseringen innebär en försäljning av en tillgång i ett företags balansräkning kan den erhållna likviden användas för att lösa företagets externa finansiering. På detta sätt förbättras företagets soliditet eftersom den totala tillgångsmassan minskar, givet att det egna kapitalet hålls konstant. Även likviditetsnyckeltal kan förbättras genom att illikvida tillgångar förvandlas till likvida. Nyckeltalet avkastning på eget kapital kan höjas genom värdepapperisering. Då exempelvis kundfordringar värdepapperiseras och ersätts med nya kan en större affärsvolym hanteras med befintligt eget kapital.

Skapande av expansionsutrymme – Ett företag som har behov av att expandera, men som varken vill eller kan genomföra en erforderlig ökning av det egna kapitalet kan använda sig av en värdepapperisering. Genom att värdepapperisera en del av balansräkningen förbättras soliditeten och utrymme till expansion skapas således.

Minskad balansomslutning - Minskad balansomslutning kan direkt översättas som frigörelse av kapital. I originatorns balansräkning minskar tillgångsposten fordringar samtidigt som tillgångsposten kassa i motsvarande mån ökar. Genom värdepapperiseringstransaktionen frigörs således i ett första led kapital som i ett andra led kan användas för att t.ex. amortera skulder. Därmed minskas balansomslutningen vilket leder till att soliditeten ökar.

Riskhantering – Ett industriföretag med en mycket specialiserad tillverkning kanske inte vill ta några finansiella risker⁹⁴ i sin verksamhet. För att undvika kreditrisker, ränterisker eller valutarisker kan värdepapperisering användas. Genom att värdepapperisera denna typ av tillgångar säljer företaget inte endast dessa utan även de vidhängande riskerna.

⁹⁴ Ett industriföretag kan ha finansiella risker i sina kundfordringar eller i leasingavtal med sina kunder.

Matchad finansiering – Då värdepapperisering är synonymt med skapandet av ett finansiellt instrument där kassaflödet är baserat på den underliggande tillgångens betalningsflöde, t.ex. hyresintäkter, kan en perfekt matchad finansiering erhållas. Ett hyresavtal kan på 15 år kan exempelvis finansieras via värdepapper med samma löptid. Kreditstockar med fast ränta kan värdepapperiseras med fast ränta. Exportfordringar i euro eller dollar kan värdepapperiseras i euro eller dollar.

Ändrad verksamhetsinriktning/avveckling – En bank som vill avveckla sin leasingrörelse kan t.ex. värdepapperisera fordringar i denna verksamhet. En kommun som vill realisera övervärden i ett kommunalt fastighetsbestånd kan åstadkomma detta genom en värdepapperisering. Även en ofrivillig fastighetsägare kan avveckla delar av sitt bestånd genom värdepapperisering.

6.3.2 Att investera i värdepapperiseringar

En av de största fördelarna med värdepapperisering är att obligationsköparna får en säkerhetsmassa som är väldigt homogen och genomlyst. En värdepapperiserad tillgång är på grund av detta en mycket kreditvärdig placering som ger en god avkastning. Jämfört med en placering i en statsobligation avkastar en värdepapperiserad obligation med motsvarande löptid något mer. Enligt Anders Engstrand⁹⁵ är en av de stora fördelarna med en värdepapperiserad obligation den attraktiva prissättningen i relation till en statsobligation. Det råder inget tvivel om att det är likviditetspremien⁹⁶ som utgör den extra avkastningen. En institutionell investerare når via värdepapperisering ytterligare en stor fördel i att en mer diversifierad investeringsportfölj skapas. Det har ett egenvärde i sig eftersom risken i portföljen minskar med ett ökat antal negativt korrelerade placeringstyper.

6.3.3 Nackdelar med värdepapperisering

De huvudsakliga nackdelarna med att genomföra en värdepapperisering ligger i det faktum att metoden fortfarande är relativt ny och obeprövad i Sverige. Kunskaperna har varit klart begränsade och är till viss del fortfarande bristfälliga hos både emittenter och investerare på den svenska marknaden.

Ytterligare ett problem vid värdepapperisering är att det råder brist på svenska advokater, datakonsulter, revisorer samt finansiella rådgivare med såväl erfoderlig teoretisk som praktisk erfarenhet från genomförda transaktioner. Ett problem som dock minskar med varje ny transaktion som genomförs.

Då värdepapperisering rönt stora framgångar på den internationella arenan tenderar de struktureringar som presenterats för svenska emittenter i allt för stor utsträckning vara kopior av internationella lösningar. Det tillstöter naturligtvis komplikationer då rådgivare försökt pressa in en värdepapperisering av svenska tillgångar i t.ex. en amerikansk standardmodell.

Processen att genomföra en värdepapperisering är komplex, tidskrävande och relativt kostsam. Detta leder till att en värdepapperisering av svenska tillgångar för att bli lönsam måste motsvara ett värde på omkring 500 miljoner kronor. Denna break-even nivå sänks

⁹⁵ Anders Engstrand, SEB Merchant Banking.

⁹⁶ Den extra avkastning som en investerare kräver för att investera i värdepapper som är mindre likvida än t.ex. statsobligationer och bostadsobligationer.

naturligtvis successivt i takt med att kunskaperna ökar och strukturerna blir mer standardiserade. För att kunna åtnjuta fördelarna med en värdepapperisering måste emittenten avhända sig en stor del av inflytandet och bestämmandet över just den tillgång som värdepapperiseras. För en företagsledning som inte är beredd att ge investerarna denna säkerhet utan som vill behålla full flexibilitet i administrationen av sina tillgångar kan en värdepapperisering komma att kännas som en tvångströja⁹⁷.

En annan nackdel är problemet med ”cherry picking”. Det innebär att företagets långivare och övriga intressenter kan utsättas för en risk om originatorn bestämmer sig för att värdepapperisera sina bästa tillgångar. Detta medför att den poolade värdepapperiserade tillgångsmassan består av tillgångar som är bättre än genomsnittet i det säljande företagets tillgångsportfölj. Resultatet av detta är att de resterande tillgångarnas kreditvärdighet sjunker utan att dess borgenärer kompenseras. Omvänt kan originatorn sälja de sämsta tillgångarna, något som i riskhänseende brukar benämnas för ”lemon selling”. Detta bör ställas i kontrast till det faktum att den egentliga idén med värdepapperisering ju är att lyfta ut de ”sämre” tillgångarna för att på så sätt öka kreditvärdigheten på dessa, vilket allt annat lika bör öka kreditvärdigheten på hela tillgångsportföljen⁹⁸.

6.4 Tidigare värdepapperiseringar av kapitalintensiva tillgångar

Intresset för löpande värdepapperisering av lånefodringar och kundfodringar har de senaste åren varit ganska stort, då speciellt från banker och hypoteksbolag⁹⁹. Vad beträffar värdepapperisering av reala kapitalintensiva tillgångar så är antalet utförda transaktioner betydligt färre. Det har dock genomförts ett antal värdepapperiseringar som faller under denna kategori. Genom att undersöka tillvägagångssättet och utformningen av två av de utvalda värdepapperiseringarna, erhålls en djupare förståelse av hur strukturen kan se ut i praktiken.

Fysikcentrum¹⁰⁰ - Svenska staten företräd av Stockholms universitet och Kungliga Tekniska högskolan lät den 22 maj 2001 värdepapperisera den då inte färdigbyggda fastigheten ”Fysikcentrum” till ett värde av 1.2 Mdr kronor¹⁰¹. Då kostnaden för byggandet och uppförandet av Fysikcentrum slutligen uppgick till just 1.2 Mdr återbetalades byggnadskreditivet i sin helhet genom likviden för obligationslånet. Varje obligation emitterades till ett initialt belopp på 100 000 kronor och erhöll av Standard and Poor’s det högsta möjliga kreditbetyget (AAA). Den fördelaktiga ratingen är främst en orsak av att staten vid tillträdet tecknade ett 25 årigt hyresavtal med Fysikhuset Stockholm KB. Statens hyresinbetalningar motsvarar betalningarna till obligationsinnehavarna.

Betalning av ränta och amortering på obligationerna sker årligen den 1 december fram till den legala förfallodagen den 1 december år 2025. Vidare löper obligationerna med real ränta, vilket innebär att räntan och amorteringarna årligen justeras för förändringen i inflationen. Investerarna erhåller dessutom ett deflationsskydd.

Utgivaren (emittenten) av obligationslånet är Fysikhuset Stockholm KB vars enda uppgift är att äga och finansiera fastigheten. Emittenten ägs i sin tur dels av Stiftelsen Fysikhuset, som är en nybildad svensk stiftelse som förvaltas av advokatfirman Vinge KB, dels av Fysikhuset

⁹⁷ Månsson F, Andersson P-U, *Värdepapperisering- Securitisation*, s. 19 ff.

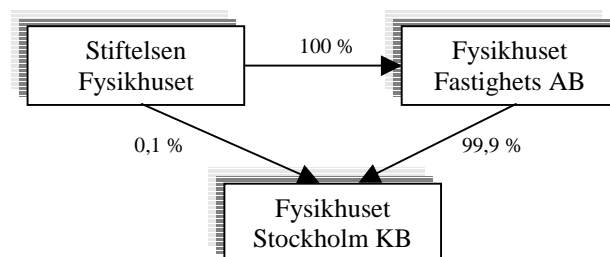
⁹⁸ Månsson F, Andersson P-U, *Värdepapperisering- Securitisation*, s. 59 ff.

⁹⁹ Jmf kapitel 3.5.2

¹⁰⁰ Informationen nedan är hämtad från Börsprospektet Fysikhuset Stockholm KB.

¹⁰¹ Dock med möjlighet att utge ytterligare obligationer, inom ramen för obligationslånet, på 500 MSEK.

Fastighets AB vars enda verksamhet består i att äga andelar i emittenten. Vidare ägs Fysikhuset Fastighets AB till 100 % av Stiftelsen Fysikhuset.



Figur 12: Ägarstruktur Fysikhuset Stockholm KB Källa: Börsprospektet Fysikhuset Stockholm KB

Projektledare och emissionsinstitut under processen var E. Öhman J:or Fondkommision AB. Emissionen av obligationerna blev fulltecknad redan innan introduktionsdagen. Enligt Erik Gärdén på Öhmans är värdepapperiseringen av fysikhuset ett mycket grundläggande exempel på hur struktur och uppbyggnad av en direkt värdepapperisering kan se ut.

Framtiden Residential Housing Finance No. 3 AB¹⁰² – Förvaltnings AB Framtiden är ett Göteborgsbaserat kommunalt bostadsföretag som förvaltar 1141 fastigheter på sammanlagt 4 853 000 kvadratmeter. Förvaltnings AB Framtiden har tills dags datum utfört tre indirekta värdepapperiseringar på delar av sitt fastighetsbestånd. Den senaste i raden av dessa är Framtiden Residential Housing Finance No. 3 AB.

Anledningarna till att bostadsföretaget valde att använda värdepapperisering som finansieringskälla var att diversifiera sina många finansieringskällor (från 1994 och fram tills idag har låneskulden till svenska banker sjunkit väsentligt) samt för att bättre kunna etablera kontakt med placerarna och därmed undvika att gå via en mängd intermediärer. Detta i samband med en god rating från såväl S & P som Moody's har inneburit att värdepapperiseringen blivit en finansieringskälla med långsiktigt bra och stabil prisnivå.

Upplägget på Framtiden Residential Housing Finance No. 3 AB's värdepappersstruktur är ganska olik Fysikhusets upplägg. För det första benämns denna värdepapperisering som indirekt då de underliggande tillgångarna utgörs av pantbrev på fastigheterna och alltså inte av fastigheterna i sig. För det andra är SPV:t till 100 % ägt av originatorn, vilket innebär att ingen avskilning av tillgångsmassan från balansräkningen ägt rum. För det tredje erhåller projektet ingen statlig garanti, vilket innebär att en mängd kreditförstärkande åtgärder måste tillföras för att obligationerna skall uppnå högsta möjliga rating från kreditinstituten. Obligationerna emitterades även i euro och det erfordrades därför eurokonton med tillhörande swapavtal. Hela värdepappersstrukturen av Framtiden Residential Housing Finance No. 3 AB återfinns i bilaga 4.

¹⁰² Informationen nedan är hämtad från intervju med Arne Silvdahl samt prospektet Offering Circular Framtiden Residential Housing Finance No. 3 (publ).

6.5 Redovisningsregler vid värdepapperisering

Redovisningspraxisen i samband med värdepapperisering är under ständig utveckling såväl i Sverige som internationellt. Oftast förekommer det därför ett brett spektrum av nyförfattade redovisningsförfattningar och redovisningsrekommendationer som måste beaktas under värdepapperiseringstransaktionen. Redovisningens utformning styrs även till stor del av andra lagar som har inverkan på värdepapperiseringen. Då varje transaktion dessutom aktualiserar olika typer av redovisningsfrågor är redovisningsprocessen under värdepapperiseringen livstid oerhört komplicerad.

Den kanske största implikationen vid redovisningen är frågorna beträffande huruvida en s.k. ”True Sale” av specialbolaget har skett samt om en ren risköverföring ”Clean Break” har ägt rum¹⁰³. En True Sale innebär att SPV:t ges en helt självständig ställning och därmed helt frångår sig alla förpliktelser gentemot originatorn och vice versa. En True Sale medför ökad säkerhet för obligationsinnehavarna då originatorn inte kan göra anspråk på de emitterade tillgångarna i händelse av dennes konkurs (bankruptcy remote)¹⁰⁴. Om det under transaktionen sker en s.k. clean break, dvs. originatorn gör en ren risköverföring i samband med överlåtelsen av tillgångarna till SPV:t, behöver originatorn inte längre räkna kapitalkrav på de tillgångar som överlåtits. I de fall där en ren risköverföring inte har ägt rum har originatorn ett åtagande mot specialföretaget som skall kapitaltäckas som om de överlåtna tillgångarna låg kvar i originatorns balansräkning. I FFFS 2001:7, 2 Kap, 3-9 § finner man finansinspektionens bestämmelser över hur originatorn skall knoppa av specialbolaget för att transaktionen skall betraktas som en clean break¹⁰⁵.

En internationell redovisningstendens är att det blir allt svårare för originatorn att göra en true sale av SPV:t. Nya IAS och US GAAP regler håller på att utformas som kommer att förändra och försvåra en dekonsolidering av den tillgångsmassa som värdepapperiseras. Reglerna syftar till att ytterligare minska det inflytande som originatorn ofta har i specialbolaget även om den sistnämnde är en fristående juridisk enhet. Under dessa förutsättningar måste således SPV:t konsolideras in i originatorns koncernredovisning och betraktas som ett dotterbolag, något som underminerar originatorns fördel med en finansiering utanför den egna balansräkningen. Vidare innebär detta att SPV:ts möjligheter att ge ut ett obligationslån med bättre ratingvillkor än säljaren inte längre föreligger¹⁰⁶.

Enligt Kristian Bentzer på finansinspektionen¹⁰⁷, finns det idag inte några direkta svenska lagar som behandlar redovisning av värdepapperiseringstransaktioner, förutom lagen om kapitaltäckningskrav¹⁰⁸. Istället måste svenska revisorer i huvudsak förlita sig på den internationella redovisningspraxisen, något som givetvis kan medföra komplikationer om genomförandet av värdepapperiseringar i Sverige.

6.6 Värdepapperiseringens juridiska aspekter

Den grundläggande rättsliga idén med och strukturen av en värdepapperisering kan liknas vid en s.k. säkerhetsöverlåtelse av en väldefinierad förmögenhetsmassa via en mellanliggande

¹⁰³ FFFS 2001:7

¹⁰⁴ Månsson F, Andersson P-U, *Värdepapperisering- Securitization*, s. 115.

¹⁰⁵ Se bilaga 5

¹⁰⁶ Lars Bergström, Öhrlings PriceWaterhouseCoopers.

¹⁰⁷ Kristian Bentzer, analytiker bank och värdepapper, Finansinspektionen.

¹⁰⁸ Se kapitel 6.6

part (SPV:t, som rättsligt är centrum för alla förpliktelser), som står för en större eller mindre del av kreditrisken. Dokumentationstekniskt är en värdepapperisering emellertid en utomordentligt komplicerad fråga, både ekonomiskt-, administrativt- och rättsligt sett.

Transaktionens juridiska risk består principiellt sett i de rent rättsliga förhållandena, dvs. hur parten kan tvingas till, eller till och med är förhindrad att genomföra förpliktelserna. Mer systematiskt brukar man dela in den juridiska risken i dokumentationsrisk, rättsosäkerhetsrisk och politisk risk. I allt väsentligt är det omöjligt att försäkra sig mot de juridiska riskerna. Skyddet mot de juridiska riskerna består i att jurister med erforderlig kompetens och omdöme anlitas då rättsläget i Sverige i dagsläget är minst sagt oklart.

Det existerar en hel del mycket komplicerade civilrättsliga avvägningar vid en värdepapperisering. Den mest besvärliga frågeställningen är, som även beaktats under redovisningsavsnittet ovan, vad som krävs för att originatorns försäljning av tillgångsportföljen till SPV:t skall anses vara ett omsättningsköp (True sale), och vad konsekvenserna blir om det helt eller delvis brister på den punkten. Problemet i det här sammanhanget ligger i att originatorn som regel efter försäljningen fortfarande kommer att administrera tillgångarna. Vidare är de sakrättsliga aspekterna, dvs. att en förmögenhetsmassa avskiljts som en juridisk struktur, av en värdepapperisering helt avgörande då ratinginstituten ger betyg efter hur effektivt dessa aspekter har strukturerats. Det finns även en del obeståndsrättsliga aspekter att ta hänsyn till vid en värdepapperisering som t.ex. återvinningsinstitutet¹⁰⁹, dvs. konkursförvaltarens möjlighet att komma åt tillgångarna i konkursboet. Detta innebär att SPV:ts tillgångar dras in i originatorns konkurs om inte en juridisk avskiljning av förmögenhetsmassan verkligen skett¹¹⁰.

Enligt Mikael Sedolin¹¹¹ finns i dagsläget inget juridiskt regelverk som reglerar värdepapperisering av icke-finansiella tillgångar. Trenden är emellertid att IAS-reglerna är de som kommer att gälla i framtiden. Det problem som enligt Sedolin skulle kunna aktualiseras vid en värdepapperisering av kapitalintensiva reala tillgångar är t.ex. huruvida SPV:ts serviceföretag ej är momspliktigt och de legala problem som kan uppstå vid pantsättning av framtida kassaflöden.

De regler och förordningar angående värdepapperisering som existerat och som förändrats i och med riksdagens antagande av proposition 2000/01:19 ”Bättre förutsättningar för värdepapperisering” är lagen (1992:1610) om finansieringsverksamhet och lagen (1936:81) om skuldebrev. Reglerna gäller endast finansiella tillgångar som administreras av olika kreditmarknadsinstitut, dvs. bankrelaterad värdepapperisering av krediter. Då dessa företags specialbolag tidigare förvärvade fordringar, ansågs det utgöra finansieringsverksamhet enligt lagen, och SPV:t träffades därmed av krav på kapitaltäckning för de fordringar som förvärvades, vilket bidrog till en ökad kapitalkostnad. Då icke-finansiella tillgångar inte heller tidigare inbegripits av dessa regler kommer frågan inte utförligare att behandlas, då det inte är relevant för vår uppsats.

¹⁰⁹ Engelska: Substantive consolidation)

¹¹⁰ Månsson F, Andersson P-U, *Värdepapperisering- Securitization*, s. 67 ff.

¹¹¹ Tidigare anställd på Finansdepartementet och numera jurist på 3 AP-fonden

7. Den empiriska undersökningen

Det empiriska materialet är baserat på intervjuer med personer i de utvalda företagen, samt respektive företags årsredovisningar. Intervjuerna genomfördes under perioden 011204-020107. Vi väljer att nedan återge varje intervju för sig eftersom det ger större överskådlighet samt förenklar för läsaren att följa resonemangen och samtidigt hålla reda på ursprungskällan. Intervjuerna presenteras branschvis i följande ordning: Skog, Kraft, Transport/Rederier, Fastigheter och Statlig verksamhet.

7.1 Skogsbranschen

Konjunkturen för skogsbolagen har under år 2001 varit relativt god. Samtidigt som SAX-index sedan årsskiftet har sjunkit runt 20 procent har majoriteten av skogsbolagen noterat kraftiga uppgångar, mycket tack vare att priserna på bolagens produkter i stort sätt lyckats hållas på en gynnsam nivå. Framöver spås även en höjning av priset på den för skogsbranschen så viktiga pappersmassan, något som ytterligare gynnar bolagens finansiella utsikter. Skogsbranschen står även inför stora strukturförändringar. Bland annat sker det en ökad konsolidering bland massatillverkarna samt fortsatta renodlingar av verksamheterna. Ett bra exempel på strukturförändringen är att statsägda Sveaskog lade ett bud på Assi Domän i november i år¹¹².

7.1.1 Värdepapperisering inom skogsbranschen

En mycket stor del av skogsbolagens tillgångar består av kapitalintensiva reala tillgångar. De allra största tillgångsposterna utgörs vanligtvis av skog och sågverk. Det förekommer dock att skogsbolagen innehar andra reala tillgångar som är intressanta ur ett värdepapperiseringsperspektiv som t.ex. vattenkraftverk, förpackningsmaskiner, fastigheter etc. Det positiva med skog i ett värdepapperiseringshänseende är det historiskt lättprognostiserade och stabila kassaflödet som skog genererar samt det faktum att skog oftast utgör en stor belastning på företagens balansräkningar. Marknadsvärdet på en hektar skog idag ligger på mellan 7100 och 22 000 kronor beroende på kvalitet, trädslag och skogens tillgänglighet. Enligt Anders Engstrand¹¹³ är skogstillgångar en mycket stabil tillgångsmassa som skulle vara mycket intressant att värdepapperisera, men han påpekar att det i slutändan handlar om att göra en beräkning om vilken som är den billigaste och bästa finansieringsmetoden för den typen av bolag.

¹¹² Dagens Industri, "Varning för statligt storägande i börsbolag", 29 oktober 2001.

¹¹³ Anders Engstrand, SEB Merchant Banking.

Charles Whalen
Cash Management Consultant, SCA, Stockholm

SCA består idag av tre olika affärsgrupper: Packaging, Hygien och Forest Products. Affärsgruppen Packaging består av 200 separata operativa bolag. Dessa bolag är ganska små och lokala vilket gör dem ganska ointressanta i ett värdepapperiseringsperspektiv på grund av för små volymer och för få tillgångar per bolag. Affärsgruppen Hygien är uppbyggt av större bolag i över 40 länder och tillverkar mestadels konsumentprodukter. Hygien arbetar med betydligt större volymer än Packaging, något som ökar möjligheterna till värdepapperisering av framför allt finansiella tillgångar men även av t.ex. fabriker och fastigheter. Affärsgruppen Forest Products består av väldigt få bolag med stora volymer och är endast belägna i Sverige, England och Österrike. Forest Products är en exportinriktad affärsgrupp som svarar för hela koncernens skogsförvaltning samt bedriver en omfattande sågverksrörelse. Beträffande värdepapperisering av reala kapitalintensiva tillgångar är därmed Forest Products bäst lämpat.

SCA är det enda bolaget i undersökningen som finansierar delar av verksamheten genom värdepapperisering. Under mitten av år 2001 värdepapperiserade SCA sina kundfodringar till ett värde av 1138 Mkr. Per den 30/9 2001 finansieras tillgångar till ett värde av ca 104 Mdr med 55 % eget kapital (inklusive 10 Mdr i avsättningar) och 35 % skulder. Av skulderna är ca 60-70 % bankbaserade lån. De materiella anläggningstillgångarna bokfördes till ett värde av ca 77 Mdr¹¹⁴.

Då man på SCA tidigare genomfört värdepapperisering av kundfodringar finns det givetvis en stor kunskap vad beträffar värdepapperisering av finansiella tillgångar. Enligt Charles Whalen är däremot kunskapen om värdepapperisering av reala tillgångar ganska begränsad. Denna typ av värdepapperisering är inget som tidigare diskuterats i företaget. Däremot anser Whalen att skog skulle kunna utgöra en god tillgång att värdepapperisera på grund av dess stabila kassaflöde, men omkostnaderna skulle antagligen bli allt för höga då det inte än i Sverige finns standardiserade tillvägagångssätt vid värdepapperisering av sådana tillgångar. En annan anledning till att SCA inte beaktat möjligheten till värdepapperisering av skog är att det i dagsläget inte föreligger något behov. Whalen anser att om SCA mot förmodan hamnade i ett sämre finansiellt läge skulle denna finansieringsmetod kanske bli intressant för företaget. Man hade i ett sådant fall även kunnat granska möjligheten att värdepapperisera hela processen från råvara fram till färdig produkt hos kund, genom att kalkylera värdet under varje delprocess¹¹⁵.

SCA menar att den pågående bankkonsolideringen kommer att innebära högre kostnader och minskade kreditutrymmen för svenska företag i framtiden. Därför valde man värdepapperisering av kundkrediter för att öka diversifieringen av finansieringskällorna, och därmed minska sitt bankberoende. Dessutom var värdepapperiseringen kostnadsmässigt det klart billigaste alternativet¹¹⁶. Att värdepapperiseringen blev en finansiering utanför den egna balansräkningen var inte ett mål i sig utan kom snarare som en positiv sidoeffekt. Whalen menar att det inte är självklart att en finansiering utanför den egna balansräkningen alltid är positiv, då analytiker inte betraktar detta som en förbättring av kassaflödet eller

¹¹⁴ Delårsrapport, SCA, 30/9-2001.

¹¹⁵ Whalen hänvisar här till en värdepapperiseringsteknik som använts av franska champagnebryggerier. Där har man lyckats att mycket exakt kalkylera värdet för varje delprocess för att därefter emittera obligationer som täcker kostnaderna under hela värdekedjan.

¹¹⁶ Även lån via Eurobondmarknaden diskuterades, men den senare tiden har flera telekombolag penetrerat denna marknad, vilket drivit upp priserna allt för mycket för att detta alternativ skulle vara fördelaktigt.

effektivisering av den operativa verksamheten. Dessutom kan finansiering utanför den egna balansräkningen ha negativa effekter om man vid obligationernas förfalldatum väljer att föra tillbaka tillgångarna i balansräkningen samt om värdepapperiseringen kraftigt förbättrar det berörda delbolagets nyckeltal i förhållande till de andra bolagen i koncernen.

SCAs värdepapperiseringstransaktioner går via ett holländskt conduit och har en löptid på fem år. De administrativa omkostnaderna amorteras över hela programmets livslängd. Om värdepapperiseringen visar sig fungera väl finns det ett utrymme för SCA att utöka programmet. Whalen anser slutligen att det finns stora möjligheter för företagsledningen att fatta värdepapperiseringsbeslut utan aktieägarnas tillstånd om de inte är alltför omfattande samt om de baseras på väl genomförda förundersökningar.

Johan Lagercranz
Finansdirektör, AssiDomän, Stockholm

Historiskt har Assi Domäns verksamhet bestått i att förvalta skog samt bedriva skogsindustriverksamhet inom området säckpapper och wellpappstillverkning. De två sistnämnda har man dock under de senaste åren sålt. Detta på grund av bolagets uttalade långsiktiga mål att övergå till att vara ett renodlat skogsbolag. I dagsläget har AssiDomän endast kvar, förutom skogsmark på ca 2,5 miljoner hektar, ett kartongbruk och sju sågverk. I framtiden kan även kartongbruket och sågverken komma att avvecklas i förmån för en ytterligare koncentration av skogsverksamheten. I november i år lades som tidigare nämnts ett bud på AssiDomän på 280 kronor per aktie av statsägda Sveaskog. Detta innebär givetvis ytterligare strukturförändringar, speciellt vad beträffar ägarstrukturen.

AssiDomäns primära finansieringsbas utgörs i dagsläget främst av eget kapital samt till viss del av företagscertifikat och obligationer. Bolaget lägger stor vikt vid diversifiering av sina finansieringskällor för att på så sätt undvika att bli beroende av enstaka finansiärer. Historiskt såväl som i dagsläget sker ingen av AssiDomäns upplåning via traditionella svenska banklån. Förra året valde AssiDomän att skriva upp sina skogstillgångar från 4,1 till 17,5 Mdr för att värdet i balansräkningen skulle ligga väl i linje med taxeringsvärdet.

Enligt Johan Lagercranz finns det en relativt god kunskap om värdepapperisering inom AssiDomän. Det har ett antal gånger framlagts förslag från konsulter om diverse former av värdepapperiseringar. Dessa förslag har granskats men man framhåller trots detta att värdepapperisering inte är ett aktuellt finansieringsalternativ för AssiDomän i dagsläget. Vidare anser Lagercranz att ett beslut om värdepapperisering är för tillfället allt mer avlägset på grund av de omfattande strukturförändringarna som krävs i samband med Sveaskogs uppköpserbudande. Om inte budet på bolaget hade kommit hade man nog undersökt denna finansieringsform mer ingående. Då särskilt om det uppkommer situationer där man har svårt att få tillgång till billig finansiering på annat håll.

I likhet med SCA anser man på AssiDomän att skog lämpar sig väl för värdepapperisering på grund av sitt mycket stabila kassaflöde. Dock finner man problem med att skogsmark ofta är för lågt värderat marknadsmässigt, vilket skulle innebära ett sämre genomslag vid en eventuell värdepapperisering.

Trots att värdepapperisering på pappret ser fördelaktigt ut anser Lagercranz att det är många tveksamma aspekter som måste beaktas i samband med värdepapperisering. Dels finns det

skattetekniska aspekter som måste belysas. Framförallt om SPV:t måste förläggas utomlands eller i ett s.k. ”skatteparadis” vilket kan innebära tekniska problem likväl som problem av rent principiella skäl. Dels råder det en viss tveksamhet i lagstiftningen, vilket innebär att en värdepapperiseringstransaktion kan medföra en allvarlig risk vid tillkomsten av oförutsedda lagar och förordningar. Vad beträffar finansiering utanför den egna balansräkningen så är detta inte en självklar fördel vid värdepapperiseringen, då analytiker och banker oftast ser detta som en kosmetisk förändring och inte som en förbättring av den operativa verksamheten. Detta resonemang ligger i linje med uttalandet av Charles Whalens på SCA¹¹⁷.

Slutligen menar Lagercranz att det i framtiden kanske blir mer aktuellt att genomföra en värdepapperisering om det visar sig vara ett fungerande instrument samt om den nya ägarstrukturen ger incitament för en sådan typ av finansieringsmetod.

Anders Jernhall **Finanschef, Holmen, Stockholm**

Holmen är indelat i fyra affärsområden; Holmen papper som tillverkar och säljer tidnings- och journalpapper och står för 50 % av bolagets totala omsättning; Iggesund paperboard som producerar och säljer solidkartong; Iggesund timmer som tillverkar, distribuerar och säljer trävaror; Holmen skog som svarar för virkesförsörjning och skötsel av koncernens skogsinnehav på ca 1 miljon hektar¹¹⁸ samt Holmen kraft som till största del består av hel- och delägda vattenkraftstationer.

Holmen hade per den 25/10-2001 en soliditet på 55 %. Företagets lånefinansiering sker genom både traditionella banklån samt lån på kapitalmarknaden. Därutöver finansierar Holmen större delen av sina krafttillgångar via partnerfinansierade bolag. Det bokförda värdet på Holmens materiella tillgångar uppgår till ca 16 Mdr varav 4,6 Mdr utgjordes av skogstillgångar och ca 9 Mdr av maskiner och inventarier¹¹⁹.

Avtalen om partnerfinansiering av kraftbolagen upprättades i slutet av 80-talet, och början på 90-talet. Denna typ av finansieringsform är mycket intressant då den har stora likheter med värdepapperisering. Partnerfinansieringen bestod i att flertalet investerare, främst finansiella institutioner, gick in och förvärvade andelar i de skapade bolag vars enda uppgifter var att äga Holmens krafttillgångar. Med avtalet följde ”non-recourse agreements”¹²⁰ vid eventuella konkurser av bolagen samt rättigheter för Holmen att vid förutbestämda tidpunkter förvärva bolagen. Investerarnas avkastning utgjordes av bolagens intäkter vid försäljningen av el till Holmen. Enligt Jernhall har partnerfinansieringen inte genomgripande varit positiv för Holmen, varpå man kraftigt överväger att köpa tillbaka samtliga tillgångar. Främsta anledningen är att Holmen eftersträvar ökad flexibilitet i användningen av tillgångsmassan, och ser därmed hellre att tillgångarna ligger på balansräkningen än att de är separerade från bolaget.

Med tanke på att företaget utfört transaktioner som är snarlika värdepapperisering har Jernhall en god kännedom om tekniken, men menar att det inte finns några fördelar med att använda värdepapperisering i dagsläget. Vidare anser Jernhall att Holmen har tillgång till andra

¹¹⁷ Se sidan 48, Charles Whalen, SCA.

¹¹⁸ Beräknat per den 31/12- 2000.

¹¹⁹ Beräknat per den 31/12- 2000.

¹²⁰ Se kapitel 6.5 och 6.6

finansieringskällor som är bättre prissatta, enklare att hantera samt tillåter företaget att ha fortsatt god kontroll på sina tillgångar. Även med en högre skuldsättning kan Holmen använda sig av ganska traditionella kanaler som att ge ut värdepapper på den svenska såväl som på den europeiska marknaden.

Enligt Jernhall kommer det inte heller att bli aktuellt i framtiden att värdepapperisera delar av skogsbeståndet, då detta är en kärntillgång som företaget vill ha full kontroll på. Generellt har Jernhall svårt att överhuvudtaget se ett intresse av att värdepapperisera någon typ av real tillgång.

7.2 Kraft- och energibolag

Den nordiska elmarknaden, med undantag av Danmark, har under 1990-talet utvecklats mot en alltmer avreglerad marknad. En utveckling som lett till den bäst fungerande elmarknaden i världen. Den avreglerade nordiska elmarknaden har snart fungerat i fem år och mognar successivt i takt med att aktörerna anpassar sig till de nya förutsättningarna. Avregleringen i omvärlden börjar också ta fart. Detta gäller främst Tyskland och Nederländerna. Även Polen har inlett sin avregleringsprocess¹²¹. Elmarknaden är uppdelad i tre delar: Elproduktionsbolag, Nätbolag (som fortfarande verkar på en monopolmarknad) och elförsäljningsbolag. Stora bolag som Vattenfall, Birka Energi och Sydkraft verkar inom alla tre delmarknader¹²².

7.2.1 Värdepapperisering inom kraftbranschen

Kraftbranschen som helhet är mycket kapitalintensiv till sin natur. Den har en utmärkande egenskap i att företagets balansomslutning ofta är många gånger större än omsättningen. Denna relation beror naturligtvis på att den övervägande delen av kraftbolagens totala tillgångar utgörs av kapitalintensiva reala tillgångar som vattenkraft (fallrättigheter med tillhörande kraftverk), kraftnät, fastigheter etc. Rent principiellt är den här typen av tillgångar mycket intressanta att studera ur ett värdepapperiseringsperspektiv, främst med tanke på de stabila kassaflöden som tillgångarna genererar samt att de är relativt homogena i sin struktur.

En annan intressant aspekt är den omfattande konsolidering som idag sker på energimarknaden i Europa. Produktion och distribution av el och värme är kapitalintensiva verksamheter. Det gör att den pågående koncentrationsprocessen fordrar en stor finansiell styrka för att klara av expansionstakten. Det helstatliga kraftföretaget Vattenfall har varit en mycket aggressiv aktör på den europeiska kraftmarknaden under de senaste åren och har bland annat genomfört en gigantisk satsning på att omstrukturera den enorma tyska kraftmarknaden. Detta har gjort att balansräkningen är mycket ansträngd; soliditeten har sjunkit kraftigt (från 35 till 21%) och rätetäckningsgraden är oroväckande låg. Ett kapitaltillskott på ca 60 Mdr kronor krävs, om Vattenfall vill nå upp till sin målsättning på 30 procents soliditet¹²³. Då varken privatisering eller börsnotering av företaget är aktuellt i dagsläget blir Vattenfall under rådande omständigheter klart intressant ur ett värdepapperiseringsperspektiv.

¹²¹ Sydkrafts årsredovisning år 2000.

¹²² Veckans Affärer, "En olönsam affär", 11 december 2001.

¹²³ Finanstidningen, "Hög höjd i Vattenfall", 19 december 2001.

Hans Borgström
Finansdirektör, Sydkraft, Malmö

Sydkrafts verksamhet består i produktion och försäljning av el och fjärrvärme, import och försäljning av gas samt försäljning av konsult- och entreprenadtjänster inom energiområdet. Verksamheten är uppdelad på de fyra affärsområdena Produktion, Distribution, Försäljning och Entreprenad och Konsult. Sydkraft omsättning uppgår idag till ca 20 Mdr kronor och har en balansomslutning på närmare 60 Mdr kronor. Sydkrafts verksamhet är kapitalintensiv och av de totala tillgångarna utgör anläggningstillgångarna 88 procent. Företaget är idag verksamt i framförallt Sverige, övriga Norden, Polen och till viss mån också i Baltikum.

Av balansomslutningens ca 60 Mdr stora tillgångsportfolio finansieras ca 25 Mdr av räntebärande skulder och ca 20 Mdr av eget kapital. Den resterande delen finansieras via icke-räntebärande skulder. I de räntebärande skulderna ingår en stor Sale-and-lease-back transaktion till ett värde av 5-6 Mdr, där Sydkraft sålt av vattenkraft till en av AP-fonderna för att sedan leasa tillbaka tillgången. Detta är egentligen en gammal partnerfinansiering som övertogs från SCA vid förvärvet av Båkab Energi. Avtalet löper till 2015 och vattenkraften ligger i ett tillsammans med AP-fonderna bildat bolag, Nikab Energi. Bolaget är ett dotterbolag till Sydkraft och är konsoliderat i koncernens balansräkning¹²⁴. Enligt Hans Borgström håller Sydkraft för närvarande på att lösa ut denna finansiering i förtid. Skälen till detta beror dels på omstruktureringarna av AP-fonderna vilket innebär att denna typ av tillgångar inte längre passar in i deras portföljer, dels på att finansieringen som sådan blivit för dyr för Sydkraft och att företaget blir väldigt låst av denna typ av transaktion.

På frågan om företagets kunskap om värdepapperisering svarar Hans Borgström att han anser sig vara allmänbildad inom området men inte mer. Han vet vad en värdepapperisering innebär även om Sydkraft inte tidigare genomfört någon.

Vad beträffar Sydkrafts intresse att i dagsläget genomföra en värdepapperisering av reala kapitalintensiva tillgångar ställer sig Hans Borgström tveksam av en mängd olika anledningar. Om Sydkraft skall genomföra en värdepapperisering kommer den att konkurrera med den existerande finansieringen i pris. Det innebär också att företaget är tvunget att lyfta ut sina allra bästa tillgångar. Om man leker med tanken att Sydkraft lyfte ut sin vattenkraft från balansräkningen genom en värdepapperisering, en tillgång som är väldigt stabil i sitt kassaflöde och som kan vara lämplig att värdepapperisera, skulle det innebära att Sydkraft får en sämre finansiering av resten av koncernen, enligt Hans Borgström. Förmodligen skulle en sådan transaktion dessutom strida mot den negativ klausul¹²⁵ som Sydkraft har gentemot sina långivare. Finansiering utanför den egna balansräkningen är inte heller intressant eftersom företaget har en soliditet på 40 %, snarare skulle soliditeten behöva sänkas genom att öka skuldsättningen. Vad beträffar riskhantering kan ju en värdepapperisering vara intressant förutsatt att obligationsinnehavarna endast har rätt till kassaflödet från den utlyfta tillgången, dvs. non-recourse till resten av koncernen. Hans Borgström tror av dessa anledningar inte att värdepapperisering i dagsläget är en genomsnittligt bra lösning för Sydkraft.

Som tidigare nämnts har Sydkraft inte genomfört någon värdepapperisering. Som huvudskäl anför Hans Borgström att Sydkraft inte vill låsa upp några av företagets tillgångar genom att lyfta ut dem och lägga dem i ett särskilt bolag. En låst balansräkning gör det besvärligt att

¹²⁴ Sydkrafts årsredovisning år 2000

¹²⁵ Sydkraft har en negativ klausul i alla sina lån som säger att företaget inte får pantsätta några av sina tillgångar till någon part för då faller hela finansieringen, eftersom Sydkraft lånar på sin balansräkning.

genomföra omstruktureringar, tillgångssubstitution och strukturrationaliseringar utan att ha medgivande från obligationsinnehavarna, vilket innebär att flexibiliteten minskar. Sydkraft vill ha fria händer att kunna göra förändringar i tillgångsportföljen utan denna låsning.

Sydkraft har däremot i samråd med externa aktörer tittat närmare på möjligheten att värdepapperisera delar av kundfordringsstocken. Denna typ av värdepapperisering medför delvis andra nackdelar, t.ex. alla systemförändringar som måste vidtagas i redovisnings- och cashpoolsystemen för att kunna skilja ut de kundfordringar som skall ingå i värdepapperiseringsupplägget. Sydkraft har gjort den bedömningen att det krävs en stor och kostsam arbetsinsats för att få detta att fungera. Sydkraft har vidare en finansieringskostnad som jämförelsevis är mycket låg eftersom företaget har en hög kreditrating. På grund av detta är det enligt Hans Borgström väldigt tveksamt om Sydkraft skulle kunna tjäna något på att genomföra en värdepapperiseringstransaktion. För företaget är värdepapperisering i dagsläget alltså även en kostnadsfråga. Men om någon kan påvisa att Sydkraft genomsnittligt kan sänka sina kapitalkostnader radikalt genom att värdepapperisera tillgångar så är det klart att företaget kommer titta närmare på denna typ av finansiering.

Finns det då en ägarvilja att använda sig av värdepapperisering i Sydkraft, dvs. har koncernledningen fria händer att ta ett sådant beslut? Numera har företaget två stora ägare, tyska EON och norska Statkraft, som säkerligen skulle ha synpunkter på detta. Dessa ägare skulle utan tvivel göra en jämförelse med hur de finansierar sina egna verksamheter och skulle inte utan vidare låta koncernledningen ta ett sådant beslut själva om det var av större format.

Jan Seveborg Corporate Manager Treasury , Birka Energi, Stockholm

Birka Energi är Sveriges tredje största energibolag med verksamhet inom energiproduktion, eldistribution och värmeproduktion primärt i storstockholmsområdet och västra Svea- och Götaland. Verksamheten organiseras i sju affärsdrivande rörelser: Birka Kraft, Birka Nät, Birka Värme, Birka Service, Birka Teknik och Miljö och Birka Energy Securities. Företaget bildades 1998 genom sammanslagningen av Stockholm Energi och Gullspång. Birka ägs idag av Stockholms Stad och finska energiföretaget Fortum som till 70% ägs av finska staten. Totalt har Birka Energi en balansomsättning på ca 75 Mdr kronor med en omsättning på ca 13 Mdr kronor.

Merparten av Birka Energis kapital binds i vattenkraft, värmeverk, distributionsanläggningar för fjärrvärme och i kärnkraft. Bolaget är primärt skuldfinansierat med en soliditet på 33%. Företagets tillgångar på ca 75 Mdr finansieras i huvudsak av räntebärande skulder. Den räntebärande nettoskulden uppgår till ca 30 Mdr och utav den är drygt 2/3 placerat på både de svenska och internationella lånekapitalmarknaderna. Birka Energi har för sin långfristiga upplåning tilldelats kreditbetygen BBB+ respektive Baa1 av Standard & Poor's och Moody's¹²⁶. För den korta upplåningen använder sig Birka av ett svenskt certifikatprogram. Resterande ca 10 Mdr ligger i olika specialfinansieringsupplägg. De består av t.ex. direkta investeringslån från Europeiska Investeringsbanken och Nordiska Investeringsbanken där olika specifika projekt ligger till grund för lånen. Ett annat upplägg är en form av realränteupplägg med AP-fonderna som kan ses som en variant av värdepapperisering enligt

¹²⁶ Birka Energis årsredovisning år 2000.

Jan Seveborg, där 17 vattenkraftverk sålts av genom en partnerfinansiering till ett bolag där Birka är minoritetsägare (så att ingen konsolidering sker) tillsammans med bland annat AP-fonderna. Birka förvaltar dessa kraftverk enligt avtal och har rätt till den producerade kraften samt ett optionsavtal som stadgar att koncernen har rätt att köpa tillbaka tillgångarna. Det förekommer även en del finansiering genom leasingupplägg. Företagets finansieringsstrategi strävar efter att ha en så bred finansieringsbas som möjligt både vad beträffar geografisk spridning och olika typer av investerare och finansiella instrument samt ha en låneportfölj med differentierade löptider.

Eftersom Birka Energi i viss mån redan genomfört en form av värdepapperisering är kunskaperna om finansieringstekniken värdepapperisering mycket goda i företaget. Studerar man Birkas tillgångar finns det framförallt två typer av tillgångar som lämpar sig för värdepapperisering som är typiska för energibolag, enligt Jan Seveborg. Den första består av kundfordringar. Kunderna i form av privatpersoner betalar i regel sin faktura till elbolaget, vilket leder till att default-risken generellt är låg. På grund av detta lämpar sig denna typ av tillgång för värdepapperisering. Den andra tillgångsmassan är företagets nätområden som bland annat bankerna är mycket intresserade av att sälja in i olika värdepapperiseringsupplägg. När bolaget bildades 1998 fanns ett refinansieringsbehov av hela verksamheten på ca 30 Mdr kronor. Då diskuterades huruvida verksamheten skulle finansieras utifrån de skilda tillgångarna, dvs. genom olika typer av värdepapperiseringsupplägg av dels de 200 kraftverken och dels av företagets distributionstillgångar. Frågeställningen var huruvida finansiering skulle ske baserat på balansräkningen eller de enskilda tillgångarna. Då Birka befinner sig i en bransch som för närvarande genomgår en kraftig strukturomvandling, där företaget löpande köper och säljer tillgångar innebär en finansiering via värdepapperisering av delarna att företaget mister sin flexibilitet. Antag att Birka lägger kraftnätet i Stockholm i ett SPV-upplägg, som är "bankruptcy remote", dvs. att denna tillgångsmassa är isolerad från all annan Birkafinansiering. Skulle Birka lyfta ut sina bästa tillgångar och det mest säkra företaget har i form av stabila kassaflöden kommer resterande långgivare ha synpunkter på detta. Här uppenbarar sig det stora dilemmat i sammanhanget enligt Jan Seveborg. Det innebär rent praktiskt att om man binder upp sig i olika långfristiga finansieringslösningar som en värdepapperisering av vattenkrafts- och kraftnätstillgångar, är det väldigt svårt att genomföra de strukturaffärer som krävs för att bli en av de stora spelarna på elmarknaden. Detta är den främsta anledningen till att Birka valde att finansiera sig direkt med lån i balansräkningen med en s.k. negativ klausul¹²⁷.

Jan Seveborg framhåller däremot att situationen hade sett helt annorlunda ut om branschen varit mogen eller om man förfogat över tillgångar som man med säkerhet visste att man aldrig skulle behöva avhända sig. Under dessa omständigheter skulle finansiering via värdepapperisering bli klart mer intressant. Den tillgång som Birka framförallt tittat på och har för avsikt att värdepapperisera är deras kundfordringar genom ett s.k. Conduit-upplägg¹²⁸. Kundfordringarnas värde uppgår till mellan 1-2 Mdr kronor beroende på säsongsmässiga variationer i försäljningen. Skälen till att Birka ställer sig positivt till att värdepapperisera sina kundfordringar, förutom att en del av tillgångsmassan lyfts utanför balansräkningen, är att finansieringsbasen breddas då denna typ av marknad inte använts tidigare. På frågan om det finns ett intresse från Birkas sida att lägga kundfordringarna i ett " eget " SPV svarar Jan Seveborg att företaget inte är i behov av långfristigt kapital i form av en Term Product, utan snarare i form av en rullande checkräkning som Conduit-upplägget innebär. Prissättningen är

¹²⁷ Innebär att företaget förbinder sig att inte bryta ut och pantsätta annan egendom, dvs. alla långgivare rankas på samma nivå.

¹²⁸ Se kapitel 6.1.3

också mer attraktiv kortsiktigt. Birka Energi har med andra ord ingående övervägt värdepapperisering som ett finansieringsalternativ.

Att Birka Energis huvudägare är den svenska och finska staten ser Jan Seveborg inte som ett hinder i vägen för ett eventuellt värdepapperiseringsbeslut.

Lars Johnsson
Corporate Finance avdelningen, Vattenfall Treasury, Stockholm

I korthet säljer Vattenfall energi och energirelaterade produkter längs hela värdekedjan. Det inbegriper el, värme, energilösningar och naturgas samt nättjänster, service och konsulttjänster inom energisektorn. Norden, Tyskland och Polen utgör Vattenfalls hemmamarknad. Verksamheten består av tretton resultatenheter inom huvudområdena Produktion, Trading, Försäljning, Nät och Övriga. Vattenfall är Sveriges största kraftbolag med en elförsäljning som uppgår till 87 TWh¹²⁹. Omsättning uppgick till ca 32 Mdr kronor år 2000 med en balansomslutning på ca 115 Mdr kronor.

Av Vattenfalls tillgångar på närmare 115 Mdr kronor finansieras ca 50 Mdr via räntebärande skulder, ca 9 Mdr av icke-räntebärande skulder samt ca 40 Mdr av eget kapital. Resten består av både räntebärande och icke-räntebärande avsättningar. Den totala låneportföljen består till ca 90 % av lån upptagna i utlandet. Merparten av Vattenfalls finansiering sker inte via vanliga bundna lån utan istället genom tre certifikatprogram samt två obligationsprogram för att öka flexibiliteten. Vattenfall genomförde under 1999 lease-transaktioner med amerikanska investerare som motparter avseende tre kraftanläggningar i Tyskland på en löptid av 40 år¹³⁰. Som en följd av den pågående omstruktureringen och konsolideringen på den europeiska kraftmarknaden har Vattenfalls ambitioner att bli en pan-europeisk spelare medfört att företagets soliditet sjunkit kraftigt under 2001, från 35 % till 21 %. Vattenfalls mål är att ha en soliditet på minst 30 %. Lars Johnsson anser dock att Vattenfalls finanser fortfarande är starka. Förvärven i Tyskland ger Vattenfall tillgång till företag med starka balansräkningar och kassaflöden på flera miljarder. Eftersom förvärven är så viktiga för företagets framtida strategi menar Lars Johnsson att en tillfällig sänkning av soliditeten är godtagbar under en kortare period, eftersom ett 100 % ägande innebär stora synergivinster då Vattenfall helt och hållet kan styra verksamheterna. I och med att skuldsättningen ökat kraftigt har kreditvärderingsföretagen satt Vattenfall under bevakning. Vattenfall har idag A- i kreditbetyg men hamnar på B-nivån om det blir fler sänkningar. Vattenfall har sämre kreditbetyg än flera av de största konkurrenterna, vilket renderar företaget högre lånekostnader.

Enligt Lars Johnsson har Vattenfall goda kunskaper om finansieringstekniken värdepapperisering. Han påpekar att Corporate Finance-avdelningen, som sorterar under Vattenfall Treasury AB, har stor kunskap om denna typ av frågor eftersom man ansvarar för koncernens upplånings- och placeringsverksamhet samt riskhantering. Vattenfall har tidigare övervägt finansiering genom värdepapperisering, men hittills har man inte ansett sig vinna något genom att använda sig av denna finansieringskälla. Lars Johnsson påpekar dock att Vattenfall för närvarande tittar på värdepapperisering av olika tillgångar, framförallt på grund av att företagets rating sjunker, vilket försämrar spreadarna. Ett flertal av Vattenfalls

¹²⁹ Sydkraft 29 TWh, Birka Energi 24TWh.

¹³⁰ Vattenfalls årsredovisning år 2000.

tillgångar kan bli aktuella för värdepapperisering. I det här sammanhanget prioriteras kundfordringarna främst följt av fastigheter. Därefter är steget inte långt till t.ex. kraftanläggningar. Kraftverken är lämpliga att värdepapperisera eftersom de ger ett bra och stabilt kassaflöde. Ur en teoretisk synvinkel hade det varit enklast att värdepapperisera kärnkraften, men skulle ett haveri inträffa blir konsekvenserna oöverstigliga, speciellt om amerikanska placerare skulle vara inblandade i en sådan transaktion. På grund av risken och politiska beslut kommer det inte vara möjligt att värdepapperisera kärnkraften. Inte heller vindkraften lämpar sig för värdepapperisering, menar Lars Johnsson. Det som däremot är intressant ur ett värdepapperiseringsperspektiv är vattenkraften. Trots att det existerar stora variationer i produktionen, som kan leda till att kassaflödena blir ojämna, är denna typ av tillgång mycket intressant eftersom det är relativt enkelt att värdera betalningsströmmen¹³¹.

Det kan konstateras att det finns ett klart intresse hos Vattenfall att använda sig av värdepapperisering. Enligt Lars Johnsson är det alltid intressant med alternativa finansieringskällor i form av både värdepapperisering och projektfinansiering. Bankerna är idag väldigt aktiva vad beträffar värdepapperisering och kommer löpande med förslag. Ett problem som Lars Johnsson ser med värdepapperisering är de signaler som metoden sänder till marknaden, dvs. att dåliga lån ersätts för att erhålla kapital. Skulle Vattenfall värdepapperisera tillgångar är den viktigaste anledningen i så fall att strukturera om finansieringen, inget annat.

Om värdepapperisering skulle bli aktuellt i Vattenfall ser inte Lars Johnsson den statliga ägarbildens som ett hinder för att genomföra detta, snarare finns det en ägarvilja att genomföra denna typ av finansiering om det skulle anses nödvändigt. Lars Johnsson har tidigare varit verksam inom stora koncerner som Phillips och ABB och han anser inte att beslutsgången är trögare på Vattenfall än vad den är på dessa stora privatägda företag.

7.3 Transport/Rederier

Terroristattacken mot World Trade Center den 11 september 2001 försämrade framtidsutsikterna dramatiskt för såväl flygbranschen som rederibranschen. Flygsektorn är den som antagligen drabbats hårdast. Passagerartrafiken har kraftigt försämrats och tyngt flygbolagens redan pressade resultat och många flygbolag har försatts i konkurs. Tusentals anställda har därmed fått lämna sina arbeten. SAS har inte varit något undantag. Personalstyrkan har minskat med ca 3 500 anställda och förlusten för året förväntas hamna på mellan 1,5 och 2 Mdr kronor. Den senaste tidens många flygolyckor har även inneburit ett ytterligare tungt slag mot flygindustrin¹³². För rederierna innebar terroristattackerna kraftigt höjda försäkringspremier samt höjda hamnavgifter i politiskt instabila länder. Dessutom lider rederierna i dag av överkapacitet och fallande fraktpriser. Enligt Emanuele Grimaldi, ordförande i de europeiska fartygsägarnas branschorgan ECSA, spås inte någon vändning uppåt i fraktpriserna förrän tidigast under andra halvåret 2002¹³³.

¹³¹ Genom att multiplicera t.ex. ett kraftverks totala kapacitet med elpriset per kWh plus nätavgifter och skatter går det att skapa sig en god approximativ uppfattning om betalningsströmmarnas värde.

¹³² Dagens Industri, "2001 – Ett börsår med många förlorare", 28 december 2001.

¹³³ Dagens Industri, "Redarna rasar mot försäkringsbolagen", 23 oktober 2001.

7.3.1 Värdepapperisering inom transport- och rederibranschen

Värdepapperisering inom flygbranschen har kommit att bli en ganska vanlig företeelse världen över sedan den första transaktionen genomfördes år 1994 av NorthWest Airlines¹³⁴. Värdepapperiseringen kan ske antingen direkt dvs. originatorn säljer flygplanen till ett SPV¹³⁵, eller indirekt dvs. originatorn leasar ut sina flygplan varpå det sedan värdepapperiserar de genererade kundfodringarna. Flygplanen utgör då fortfarande en bakomliggande säkerhet för de emitterade obligationerna¹³⁶. Denna metod bör även vara applicerbar på fraktfartyg då de är relativt dyra att köpa in samt utgör en stor post på det ägande företags balansräkning. Olika typer av värdepapperiseringar inom rederibranschen har i begränsad omfattning utförts i bland annat USA, Indien och Kina¹³⁷.

Anna-Karin Olson
Cash Flow Manager, Malmö Aviation, Malmö

Malmö Aviation erbjuder i huvudsak inrikesflyg mellan Sveriges tre storstäder Göteborg, Malmö och Stockholm (Bromma). Nyligen startades även två reguljära linjer till Pristina i Kosovo. Genom åren har även olika former av charteroperationer blivit ett allt viktigare komplement till företagets reguljära verksamhet.

Då Malmö Aviation inte tidigare var ett självständigt bolag utan ingick i norska Braathenskoncernen finansierades verksamheten enbart via koncerninterna lån. I oktober 2001 sade dock den norska konkurrensmyndigheten ja till SAS planerade köp av Braathens. I detta avtal ingick inte Malmö Aviation vilket innebär att det iscensattes en försäljningsprocess av bolaget för att kunna göra det självständigt. Detta har givetvis inneburit stora omstruktureringar samt större och mer aktiva finansiella beslut för företagets ledning. Övergången är planerad att vara färdigställd i februari 2002. Totalt har Malmö Aviation i dagsläget, via leasing av British Aerospace, tillgång till 11 flygplan i sin flotta.

Kunskapen om värdepapperiseringstekniken är idag ganska begränsad på Malmö Aviation enligt Anna-Karin Olsson. Begreppet värdepapperisering känner man till, men det finns ringa kunskaper om processerna och vilka fördelar respektive nackdelar en värdepapperisering hade inneburit för företaget. En av orsakerna till detta är att de större finansiella besluten tidigare fattats på en central nivå i Braathens, vilket inneburit att man inte aktivt undersökt diversifierade finansieringsmöjligheter. I samband med omstruktureringarna finns det dock ett ökat behov av att utvärdera finansieringsalternativ såsom värdepapperisering.

Anna-Karin Olsson menar vidare att värdepapperisering av flygplan skulle kunna komma att se intressant ut i framtiden, men tillägger att de stora krav som ställs på bolaget från leasinggivarna definitivt hade försvårat en sådan process.

¹³⁴ Kothari V, *Aircraft lease securitisation and equipment trust certificates*.

¹³⁵ Enhanced Equipment Trust Certificates (EETC)

¹³⁶ Aircraft Lease Portfolio Securitization (ALPS)

¹³⁷ Vinod Kothari, "Securitisation News and Developments", mars 2001 samt Forester J.P, *Dept Finance for Infrastructure Projects*.

Mats Hanser
Avdelningsdirektör, Wallenius Lines, Stockholm

Wallenius Lines är specialiserade på att transportera alla typer av motoriserade, rullande fordon. Tonnaget består oftast av bilar, truckar, tåg och båtar på trailers. I dagsläget ombesörjer Wallenius Lines en flotta på ca 40 fartyg till ett bokfört värde av ca 4,7 Mdr kronor¹³⁸, varav ca 50 % av fartygen seglar med svensk flagg. Flottans totala fraktkapacitet är ca 200 000 fordon.

Walleniuskoncernens balansomslutning var per den 31/12 2000 redovisad till 8,7 Mdr. Det egna kapitalet uppgick under samma tidpunkt till 3,6 Mdr, och skulderna till 4,4 Mdr varav ca 3,8 Mdr utgjordes av skulder till kreditinstitut. De övriga 0,7 miljarderna bestod i avsättningar för pensioner och uppskjuten skatt. Enligt Hanser finansieras varje fartyg via ett separat banklån specialutformat efter det berörda fartygets karakteristik. Som säkerhet för dessa lån har fartygsinteckningar lämnats. Wallenius Lines leasar även en del av sitt fartygsbestånd.

Mats Hanser deltog ganska nyligen i ett seminarium om värdepapperisering, varpå hans kunskaper är goda. Dessutom har man, i samråd med banker, tidigare analyserat möjligheten att värdepapperisera en del av flottan. Då Wallenius anser sig ha de bästa kreditriskerna i shippingbranschen, bedömer man det dock inte föreligga ett behov av att diversifiera sina finansieringskällor genom t.ex. värdepapperisering. Hanser menar vidare att värdepapperisering bör vara mycket mer aktuellt för de shippingföretag som har en väsentligt sämre finansiell situation än vad Wallenius har idag.

Vad beträffar en värdepapperisering av reala kapitalintensiva tillgångar ansåg Hanser att shippingfartyg inte utgjorde en bra underliggande tillgångsmassa när man utvärderade detta alternativ. Det finns en mängd anledningar till varför det förhåller sig så. Dels är risken på varje enskilt fartyg väldigt stor på grund av risken för haveri och transporter till politiskt instabila länder etc. Detta medför i sin tur höga kreditkostnader och försäkringspremier. Det är inte heller möjligt att poola shippingfartyg för att på så sätt kunna sprida riskerna. Det beror på att där inte finns ett fartyg som är det andra likt, vare sig vad beträffar konstruktion, drift eller "corporate structure"¹³⁹. Det är just av denna anledning som fartygen finansieras var för sig. Fartygen i Wallenius flotta seglar dessutom under olika flagg och berörs därmed av olika nationers lagar. En poolning och eventuell värdepapperisering av fartygen hade därmed inneburit extremt höga juridiska kostnader. En ytterligare anledning är att shippingfartyg används som spekulationsobjekt under hela dess livslängd. Därmed är det inte lämpligt att låsa dessa tillgångar genom en värdepapperisering.

I likhet med många andra respondenter anser Hanser att en standardisering för denna typ av transaktioner krävs för att värdepapperisering skall bli intressant för företaget. Vidare tror inte Hanser att ägarna skulle ha något emot en värdepapperisering om detta alternativ till finansiering skulle visa sig vara lönsamt för företaget.

¹³⁸ Beräknat per den 31/12-2000

¹³⁹ Dvs. beträffande skatteplanering, finansiering etc. för respektive fartyg.

Hans Carlweitz
vVD och Finansdirektör, B&N Nordsjöfrakt, Skärhamn

B&N Nordsjöfrakt driver industriell sjöfart och opererar en flotta på cirka 50 fartyg. Företaget är verksamt inom RoRo¹⁴⁰ - och bulksjöfart samt till viss utsträckning frakt av specialtonnage och isbrytning. Den senare verksamhetsinriktningen etablerades så sent som år 2000.

Det redovisade värdet för B & N:s fartygsinnehav var vid utgången av år 2000 ca 700 Mkr. Finansiering av fartygen i den operativa flottan sker, i de fall då bolaget inte står som ensam ägare, bland annat genom partnerfinansieringar och leasing av tonnage från externa aktörer. Enligt Carlweitz ser man även en tydlig trend mot ökad partnerfinansiering av fartyg i rederibranschen. Det egna kapitalet uppgick per den 31/12 2000 till 581 miljoner kronor, medan skulderna uppgick till ca 915 miljoner varav ca 319 miljoner utgjordes av lån med fartyg som underliggande säkerhet.

Enligt Hans Carlweitz är kunskapen om värdepapperisering inom företaget god. Bland annat har Carlweitz medverkat på seminarier där man behandlat tekniken. Inom företaget, och tillsammans med externa aktörer, har man tidigare diskuterat olika värdepapperiseringslösningar som skulle kunna passa företaget. Dock har man ännu inte fattat beslut om att använda sig av denna finansieringsmetod.

Enligt Carlweitz är det hög tid att rederibranschen införskaffar lite nytänkande vid skapandet av finansieringsmetoder för fartyg, och att man breddar finansieringsmöjligheterna inom rederiverksamheten. Intresset för värdepapperisering som ny finansieringskälla är därför ganska stort hos B & N. Carlweitz anser vidare att det lämpligaste tillvägagångssättet vid en eventuell värdepapperisering hade varit att, tillsammans med liknande företag, göra en korg av fartygspapper vilken man sedan avyttrar på någon kreditmarknad. RoRo- samt bulkfartyg är ganska homogena tillgångsklasser och har en stor andrahandsmarknad vilket gör dessa typer av fartyg till ganska lämpliga värdepapperiseringsobjekt. Med nischade och specialinriktade fartyg blir det däremot mycket svårare då panten för dessa typer av fartyg inte är lika lätt att avyttra samt att de är relativt olikartade¹⁴¹. För att värdepapperisering nu skall slå igenom i rederibranschen på allvar krävs det att metoden för att avyttra fartygen blir mer standardiserad samt att andra rederiföretag är villiga att medverka för att på så sätt minska risken och öka flexibiliteten i portföljen.

Det är möjligt för beslutsfattarna i B & N att själva besluta om att genomföra en värdepapperisering så länge det inte inskränker i ägarnas inflytande. Slutligen menar Carlweitz att företaget är villigt att diskutera frågan vidare, förutsatt att det finns någon att diskutera det med. Än så länge har företaget inte fått något gehör från vanliga banker och andra rederiföretag vad beträffar värdepapperisering.

¹⁴⁰ RoRo-fartyg (roll on – Roll off) är fartyg där lastning och lossning sker genom en eller flera ramper i fartyget med truckar eller rullande flak.

¹⁴¹ Detta bör anses ligga väl i linje med Hansers uttalanden om att Wallenius ganska nischade fartyg lämpar sig relativt dåligt för värdepapperisering.

7.4 Fastighetsbranschen

Det råder delade meningar om utsikterna för fastighetsbolagen. Det är dock högst troligt att förra årets topphyror för kontor i storstäderna nu börjar röra sig allt mer nedåt. Även priserna på lokaler verkar sjunka, men detta till trots ligger de fortfarande på en relativt hög nivå. Generellt sett är fastighetsbolag mycket känsliga för konjunkturnedgångar och då framförallt de bolag som inriktar sig mot uthyrning av kontorslokaler. Men som en viss kompensation till den försämrade tillväxten har den korta räntan hållit sig på en för fastighetsbolagen fördelaktigt låg nivå¹⁴². Den domedagsprofetia som många medier spått för fastighetsbranschen verkar än så länge till stor del vara överdriven. Enlig t.ex. Standard & Poor's tror man att fastighetsmarknaden i Sverige kommer att fortsätta att försvagas nästa år, men att det definitivt inte rör sig om ett domedagsscenario¹⁴³.

7.4.1 Värdepapperiseringar i fastighetsbranschen

Med tanke på den internationellt mycket utvecklade värdepapperiseringsmarknaden för fastigheter tenderar dessa tillgångar att utgöra mycket goda värdepapperiseringsobjekt. Dock är det till största del bostadsfastigheter och inte kommersiella fastigheter som tidigare varit föremål för värdepapperisering. Anledningen kan vara att kassaflödet, dvs. hyresintäkterna för bostadsfastigheter är förknippade med lägre risk då intäkterna erhålles från ett större antal privata hyresgäster. Men på senare tid har även kommersiella fastigheter visat sig vara intressanta, eftersom det ofta ligger ett stort värde i de underliggande hyreskontrakten.

Olle Knaust **vVD Ekonomi- och finanschef, Wihlborgs, Stockholm**

Wihlborgs är ett av Sveriges största fastighetsbolag med fastigheter till ett bokfört värde av ca 19 Mdr. Fastighetsbeståndet, som är koncentrerat till Stockholms- och Öresundsregionerna, har ett hyresvärde på helårsbasis uppgående till 2,1 Mdr och en uthyrningsbar yta på 2,4 miljoner kvadratmeter. Bolagets långsiktiga plan för fastighetsportföljens sammansättning benämns 60/20/20. Detta innebär att 60 % skall utgöras av kommersiella fastigheter, samt 20 % vardera skall utgöras av privatbostäder och utveckling av fastighetsprojekt. Wihlborgs huvudsakliga kunder består därmed av mindre och medelstora företag.

Wihlborgs verksamhet finansierades per den 30 september 2001 via 5,3 Mdr eget kapital samt 13,5 Mdr räntebärande skulder, varav 7,7 Mdr utgörs av lån med kort ränta som förlängs via swapavtal. I de räntebärande skulderna ingår även ett förlagslån om 736 miljoner kronor. Företagets genomsnittliga räntekostnad är 5,96 %.

Kunskapen inom Wihlborgs om värdepapperiseringstekniken måste anses vara mycket god. Enlig Olle Knaust beror detta på att man noggrant utvärderat vad ett finansieringsalternativ som värdepapperisering hade inneburit för företaget. Det finns dock en rad faktorer som medför att en värdepapperisering inte beaktats som ett intressant alternativ i Wihlborgs fall. Enligt Knaust är det inte lika lämpligt att värdepapperisera kommersiella fastigheter som bostadsfastigheter. Detta resonemang grundar sig på att de kommersiella fastigheternas hyresgäster oftast är betydligt färre än hyresgästerna i bostadsfastigheter samt att

¹⁴² Dagens Industri, "Snålblåsten har nått fastigheterna" 26 september 2001.

¹⁴³ Dagens Industri, "Standard & Poor's hyllar Drott, 6 december 2001.

bostadshyrorna genererar ett mycket säkrare betalningsflöde, då dessa inkomster baseras på privatpersoners vardagsekonomiska utgifter. Färre hyresgäster leder till större osäkerhet i betalningsflödet dvs. högre risk, och medför därför allt högre premier på de emitterade obligationerna¹⁴⁴. Dessutom är kommersiella fastigheter väldigt olika, vilket medför att det är svårt att poola ihop sådana typer av tillgångar för att minska riskerna. Ett ytterligare problem med värdepapperisering är att tillgångarna "låses" fram till obligationernas förfallodag. Det innebär att man vid behov inte hade kunnat köpa och sälja fastigheter lika lätt som man anser sig kunna idag, en frihet som är mycket viktig för företag som innehar kommersiella fastigheter i sin fastighetsportfölj.

Vidare menar Knaust att dokumentationen under värdepapperiseringstransaktionen är så pass kostsam att den äter upp de kalkylerade kostnadsbesparingarna, speciellt i dagsläget då tekniker för värdepapperisering inte är standardiserade. Hade man dessutom tvingats till att lägga SPV:t utomlands så hade dokumentationen blivit gigantisk, främst på grund av andra lagar vilket kräver fler jurister etc. Knaust anser att den svenska lagstiftningen i dagsläget definitivt försämrar möjligheten att förlägga specialbolaget i Sverige.

Wihlborgs har även analyserat en alternativ möjlighet till värdepapperisering av fastigheter som innebär att man går via danska BRF. BRF kan jämföras med ett conduitbolag där företaget, istället för att handla med finansiella tillgångar, poolar olika fastighetsbestånd från olika företag för att sedan emittera obligationer med fastighetspoolen som underliggande säkerhet¹⁴⁵.

Slutligen bedömer Knaust att utsikterna för en värdepapperisering i Wihlborgs inte är speciellt sannolika. Bättre källa till finansiering hade istället varit att gå in på en ren obligationsmarknad. Det möjligt att företaget i framtiden ställer sig mer positivt till en värdepapperisering av delar av fastighetsbeståndet, om t.ex. statens skuldbehov minskar vilket leder till ökad kostnad för tecknandet av nya lån samt om värdepapperisering blir en mer standardiserad finansieringsmetod i Sverige.

Åsa Fredriksson **Finanschef, Tornet, Stockholm**

Tornet är Sveriges fjärde största fastighetsbolag sett till börsvärdet¹⁴⁶. Företaget är verksamt på de 8 största orterna i Sverige där de har ett ganska mixat bestånd av fastigheter. Ca 1/3 består av bostäder, 1/3 av kontors- och butikslokaler, medan resterande del består av framförallt tomtmark och industrifastigheter. Tornets totala fastighetsbestånd bokfördes till ca 14 Mdr per den 30 september 2001.

Det egna kapitalet uppgick vid slutet av september till närmare 4 Mdr, medan de räntebärande skulderna uppgick till 9,5 Mdr. Den räntebärande finansieringen sker framförallt via ramavtal med pantbrev som säkerhet. Oftast löper låneavtalen med korta limiter som sedan förlängs via ränteswapar. Tornet har även till viss del kvar gamla traditionella hypotekslån som ännu inte förfallit.

¹⁴⁴ Olle Knaust hänvisar här till Framtidens värdepapperiseringar och menar att denna typ av värdepapperisering fungerat väl på grund av att de underliggande säkerheterna huvudsakligen består av bostadsfastigheter.

¹⁴⁵ Mer om detta finns att läsa på www.brf.dk

¹⁴⁶ Finanstidningen, "Tornets strategi svajar", 13 december 2001.

Enligt Åsa Fredriksson så har det även i Tornet funnits situationer där man analyserat eventuella effekter av en värdepapperisering. I synnerhet genomfördes dessa i mitten av 1990-talet, men under senare tid har det dock inte utförts några liknande utvärderingar, varpå kunskapen om värdepapperisering i dagsläget är ganska knapphändig.

Vid den tidpunkten då man utvärderade värdepapperisering fattades ett beslut om att inte genomföra en sådan transaktion. Motivet var då främst att omkostnaderna skulle bli för höga på grund av icke-standardiserade metoder. Dessutom fastslog man att kommersiella fastigheter inte utgjorde en lämplig tillgångsmassa för värdepapperiseringen då risken under lågkonjunkturer är för stor i och med det kraftigt begränsade antalet hyresgäster. En risk som skulle innebära högre räntekostnader än vad företaget genomsnittligt hade. Vidare menar Fredriksson att bostadsfastigheter ur riskhänseende därför lämpar sig mycket bättre för värdepapperisering.

Tornet har under hösten arbetat med att förbättra sin riskhantering samt förbättra sina nyckeltal. Om en värdepapperisering kan påvisa konkreta fördelar vid strävan efter dessa mål skulle det givetvis vara intressant att ytterligare utvärdera finansieringsformen. Fredriksson förmodar att beslut om värdepapperisering kan fattas inom företagsledning om det visar sig att det är den mest fördelaktiga finansieringsformen och såtillvida det inte går stick i stäv mot företagets finansieringspolicy.

Clas Hjort
Ekonomi- och finanschef, Hufvudstaden, Stockholm

Hufvudstadens affärsidé är att erbjuda kontors- och butikslokaler på attraktiva lägen i centrala Stockholm och Göteborg. Hufvudstaden är ägare till bland annat NK-husen i Göteborg och Stockholm samt Citypalatset och World Trade Center i Stockholm. Det bokförda värdet på Hufvudstadens fastighetsbestånd uppgick per den sista september 2001 till ca 10,5 Mdr kronor och den uthyrbara ytan till 434 210 kvm.

Hufvudstadens upplåning uppgick till 4,3 Mdr med en genomsnittlig räntekostnad på 5 % samtidigt som eget kapital uppgick till ca 5,5 Mdr. Övriga skulder och avsättningar belastade balansräkningen med ytterligare 2,27 Mdr¹⁴⁷.

Enligt Clas Hjort är kunskapen om värdepapperisering ganska god i företaget på grund av att det tidigare genomförts utvärderingar av denna typ av finansieringsform. Däremot påpekar Hjort att det inte kan anses vara en attraktiv finansieringsform i dagsläget. Främst är det prisbilden som utgör det största hindret. I likhet med många andra respondenter ser Hjort ett problem med att värdepapperiseringsförfarandet inte är standardiserat vilket påverkar prisbilden negativt.

På Hufvudstaden är man även försiktig med att låsa upp fastigheterna på för lång tid, en aspekt som då ytterligare försvårar en värdepapperisering. Dessutom anser Hjort att den eller de underliggande tillgångarna i en värdepapperiseringstransaktion bör ha ett värde av åtminstone 2 Mdr kronor för att värdepapperiseringen skall vara lönsam för originatorn. Detta innebär att flertalet av bolagets fastigheter inte är lämpade för värdepapperisering om man

¹⁴⁷ Beräknat per den 30/9-2001.

inte väljer att poola tillgångarna. En process som anses som relativt otänkbar i den rådande strukturen.

Intresset för att värdepapperisera kan dock inte helt uteslutas. Om det i framtiden blir svårare och dyrare att finansiera verksamheten kommer många bolag att tvingas ut på nya intressanta marknader, varpå värdepapperisering kan komma att bli ett lönsamt alternativ.

Slutligen anser Hjort att ett värdepapperiseringsbeslut bör fattas på en bolagsstämma om beslutet innebär stora framtida omstruktureringar av Hufvudstadens operativa verksamhet och finansiering.

7.5 Statlig verksamhet

Den vanligaste finansieringsformen för statliga projekt är anslagsfinansiering med direktavskrivning för t.ex. infrastrukturinvesteringar och innebär att investeringen finansieras med anslagsmedel i takt med att utgifterna uppstår. Dessa utgifter direktavskrivs. När anläggningen är färdigställd finansieras sedan drift, underhåll och reinvestering av anläggningen med anslagsmedel årligen under anläggningens hela livslängd. Även lånefinansiering förekommer idag och innebär att investeringen finansieras med lån från Riksgäldskontoret eller med lån på den privata marknaden mot särskild lånegaranti. Dessa lån med upplupen ränta återbetalas sedan med anslagsmedel under en förutbestämd amorteringsperiod. En av de nyare finansieringsformerna är finansiering genom partnerskap (PPP)¹⁴⁸. Metoden innebär att ett eller flera privata företag genom ett särskilt projektbolag finansierar investeringen genom att ta upp lån och genom att tillhandahålla riskkapital. Projektbolaget svarar även för byggande, drift och underhåll av anläggningen. För att tillhandahålla den funktion som staten upphandlat erhåller projektbolaget under drifttiden en årlig ersättning från staten. Denna ersättning kan betalas med anslag och avser täcka projektbolagets kostnader för investering, drift, underhåll och reinvestering samt avkastning på insatt kapital¹⁴⁹.

7.5.1 Värdepapperisering av statliga tillgångar

Svenska staten, i form av kommuner och landsting, skulle med fördel kunna använda sig av värdepapperisering för att finansiera vissa tillgångar eller projekt och därigenom optimera den kommunala kapitalanvändningen. Grundtanken bakom en värdepapperisering av kommunala tillgångar eller projekt är att dylika vilka är stabila, ekonomiskt lönsamma och finansiellt starka skall kunna finansieras på egna meriter, utan krav på kommunen som t.ex. genom borgensförbindelser. Givet detta skulle den offentliga sektorn kunna använda sig av värdepapperiseringstekniken för att finansiera tillgångar. Existerande tillgångar som skolor, sjukhus, el- och fjärrvärmeverk skulle kunna finansieras genom värdepapperisering. Hyresintäkter och elabonnemangsavgifter utgör de underliggande intäkter vilka ligger till grund för det framtida kassaflödet. Även finansiering av projekt som vägar, broar, kommunikationsmedel skulle kunna bli föremål för denna typ av finansiering. Principen är den samma som vid traditionell värdepapperisering, förutom att det gäller framtida tillgångar, vilka ofta tar lång tid att färdigställa samt initialt har små möjligheter att betala full ränta och amorteringar. Obligationer emitterade vid värdepapperisering av offentliga tillgångar brukar benämnas intäktsobligationer¹⁵⁰, vilka är lämpliga för tillgångar med mycket lång livstid, där

¹⁴⁸ PPP står för Public Private Partnership

¹⁴⁹ Departementsserien 2000:65, *Alternativ finansiering genom partnerskap*, s. 19 ff.

¹⁵⁰ Engelska: "Revenue Bonds"

amortering sker under 25-30 år. Värdepapperisering av offentliga tillgångar kan sägas ge privatiseringens fördelar samtidigt som staten behåller kontrollen över tillgången. Metoden kan således vara ett alternativ till privatisering¹⁵¹.

Med ovanstående i beaktande har vi valt att studera Öresundsbrokonsortiet, Citytunneln, Banverket och Akademiska Hus ur ett värdepapperiseringsperspektiv. Det som gör att statliga tillgångar är speciellt intressanta är det faktum att staten i form av sin långsiktighet och olika lånegarantier kan ge projekten en mycket fördelaktig kreditrating. Öresundsbron är för dess ägare, dvs. staten, en klart kapitalintensiv real tillgång vilken under många år kommer att utgöra en stor belastning i de statliga finanserna. Citytunneln är ett statligt infrastrukturprojekt som är mycket omdebatterat och framförallt väldigt kostsamt med tanke på dess korta sträckning och nytta. Banverket är intressant eftersom det är det statliga verk som administrerar infrastrukturprojekt i delar av Sveriges kommunikationsnät, vilka är oerhört kapitalintensiva. Akademiska Hus är i sin egenskap av förvaltare av våra universitetsfastigheter mycket intressant ur ett värdepapperiseringsperspektiv på grund av sin stabilitet och långsiktighet, dvs. att ha staten som både ägare och hyresgäst.

Bengt Jäderholm **Chef Administrativa avdelningen, Banverket, Borlänge**

Banverkets verksamhet består i att ha det övergripande ansvaret för järnvägstransportsystemet i Sverige. Det innebär att bistå riksdag och regering i järnvägsfrågor samt att ta ett samlat ansvar för järnvägens funktion, utveckling och roll i samhället. Banverkets verksamhet är mycket kapitalintensiv med en balansomslutning på ca 69 Mdr kronor och en anläggningsprocent på hela 96%¹⁵². Banverket är involverat i stora infrastrukturprojekt som bland annat Svensk-Danska Broförbindelsen (SVEDAB), A-Banan Projekt AB (Arlandabanan), Citytunnelprojektet, tunnelbygget genom Hallandsåsen och Botniabanan.

Merparten av Banverkets verksamhet och investeringar finansieras normalt sätt via anslagsfinansiering, men det finns en del undantag från denna regel där organisation och finansiering av statliga projekt sker på annat sätt, påpekar Bengt Jäderholm. Anslutningarna till Öresundsbron har finansierats genom lån i Riksgäldskontoret och de drivs av ett för ändamålet särskilt etablerat företag, SVEDAB. Ett annat exempel är den s.k. Arlandabanan som är ett slags joint venture-upplägg mellan staten och ett privat företag och kan i viss mån ses som ett exempel på PPP-upplägg. Det tredje exemplet är Botniabanan, där ett särskilt bolag har bildats som hittills finansierat projektet genom lån på den öppna marknaden. Tanken är att Banverket när Botniabanan är färdigställt skall hyra anläggningen för att sedan helt och hållet ta över den för 1 miljon kronor. Om det är ett förtäckt avbetalningsköp eller finansiell lease kan man väl fundera över, framhåller Bengt Jäderholm. Citytunneln i Malmö är ytterligare ett exempel som från och med årsskiftet kommer att bli ett renodlat Banverksprojekt. Tunneln genom Hallandsåsen har varit och kommer att förbli ett anslagsfinansierat projekt.

På frågan om kännedomen av finansieringstekniken värdepapperisering svarar Bengt Jäderholm att han inte exakt vet vad det innebär. Banverket har däremot blivit erbjudna något liknande av amerikanska företag i form renting, där amerikanska pensionsstiftelser köper delar av Banverkets tillgångar för att sedan direkt hyra ut dem till Banverket igen. På detta

¹⁵¹ Månsson F, Andersson P-U, *Värdepapperisering – Securitization*, s. 42 ff.

¹⁵² Beräknat per den 31/12-2000.

sätt kan Banverket göra skattearbitrage och en del pengar enligt Bengt Jäderholm. SJ och SL använder sig av denna typ av finansiering i dagsläget medan Banverket har avböjt liknande erbjudanden. Detta beror dels på att Banverket inte på egen hand kan ta den här typen av finansieringsbeslut utan regeringens tillstånd, dels på grund av att Banverket från början varit tveksamma till denna typ av finansieringsmetod.

Föreligger det då något intresse att värdepapperisera några av Banverkets reala kapitalintensiva tillgångar? I grunden är det så att man kan se de nya objekten som Botniabanan och Arlandabanan som en ny typ av investeringslösning från projektstart, men att Banverket skulle lyfta ut befintliga tillgångar och värdepapperisera dem skulle nog stöta på hinder från regeringshåll, enligt Bengt Jäderholm. Finansieringslösningar som renting och leasing som föreslagits från banker och andra aktörer är ju en form av värdepapperisering, eftersom tillgångarna här lyfts utanför balansräkningen. Då Banverket inte själva har mandat att ta den här typen av beslut utan godkännande av regeringen som i sin tur måste ha ett godkännande av riksdagen har inte incitamenten funnits för att närmare studera denna typ av finansiering. Bengt Jäderholm menar att det grundläggande problemet i detta sammanhang är att det är statens tillgångar som tas i anspråk för att frigöra kapital. Det innebär att riksdagen tappar kontrollen över tillgångarna, vilket inte är tillåtet enligt grundlagen.

Bengt Jäderholm anför som främsta skäl till att Banverket inte närmare utvärderat värdepapperisering som finansieringskälla, att man inte råder över denna typ av beslut. Jäderholm anser vidare att det ligger på finansdepartementet eller regeringen att ta initiativ att överväga andra alternativa finansieringslösningar.

Enligt Bengt Jäderholm är det alltid intressant att ha kunskap om olika finansieringslösningar. Värdepapperisering kan bli ett alternativ för Banverket i framtiden, då verket i sin ägo innehar en hel del fastigheter och ett flertal resultatenheter som skall konkurrensutsättas. Mycket inom statsförvaltningen har förändrats under senare år och man försöker finna alltmer marknadsmässiga lösningar i olika frågor vad gäller riskhantering, försäkringar, pensioner etc. samt att myndigheter i större utsträckning skall ta hänsyn till kostnaden för olika typer av finansieringslösningar. En ökad kunskap om värdepapperisering är bra, även om det inte är akut för dagen.

Stefan Prahl **Ekonomichef, Citytunnelprojektet, Malmö**

Citytunnelkonsortiet i Malmö är ett enkelt bolag bildat 1997 av Banverket, SJ, Malmö kommun och Region Skåne. Parterna finansierar projektet och de tre förstnämnda vid färdigställandet kommer att bli ägare till olika delar av anläggningarna. Konsortiet arbetar med projektering, byggande och driftsättning av Citytunnelprojektet. Projektet är kostnadsberäknat till 8,8 Mdr kronor i 2001 års penningvärde och byggstarten är planerad till år 2003.

Finansieringen av Citytunneln kommer att ske via statlig anslagsfinansiering. Enligt Stefan Prahl är projektet i dagsläget redan fullfinansierat. Inför finansieringsdiskussionerna angående projektet ville de inblandade parterna studera flera olika typer av finansiering. I samband med detta studerades Ds 2000:65, "Alternativ finansiering genom partnerskap – Ett nytt sätt att finansiera investeringar i vägar och järnvägar", som kort sagt är en ny finansieringsform som

utgör komplement till de traditionella statliga finansieringsformerna anslags- och lånefinansiering.

På frågan om vad Stefan Prahl känner till om finansieringstekniken värdepapperisering svarar han att kunskapen om värdepapperisering finns, om än i begränsad utsträckning. Hos Citytunneln har det funnits ett intresse att värdepapperisera några av projektets reala kapitalintensiva tillgångar i den bemärkelse att värdepapperisering studerats som en alternativ finansieringskälla för projektet. Men Stefan Prahl menar att en av anledningarna till att Citytunnelprojektet inte valde värdepapperisering som finansieringsmetod var att Citytunneln bara är en del av ett större infrastrukturprojekt. Det är då svårt att generera ett stabilt kassaflöde som kan ligga till grund för en värdepapperisering, eftersom det inte är möjligt att erhålla betalning för att tågen skall få utnyttja Citytunneln.

Stefan Prahl refererar till andra exempel av statliga infrastrukturprojekt som i någon mån varit enklare att värdepapperisera. Ett exempel är den s.k. Arlandabanan¹⁵³ där det helstatliga bolaget A-Banan AB av operatören A-train AB upphandlat byggande, drift och finansiering av projektet¹⁵⁴. Vid detta projekt sker finansieringen av en speciellt utvald operatör via biljettintäkter som skulle kunna användas för att finansiera obligationens kupongränta vid en värdepapperisering. Det andra typexemplet är den s.k. Botniabanan, järnvägen mellan Nyland och Umeå. Projektet är kostnadsberäknat till 8,6 Mdr kronor och skall finansieras via den allmänna kapitalmarknaden¹⁵⁵. Dessa två projekt är exempel på partnerfinansiering. Stefan Prahl ser kassaflödesproblematiken som det största hindret för en eventuell värdepapperisering av denna typ av projekt.

Stefan Eliasson Group Treasurer, Øresundsbro Konsortiet, Köpenhamn

Øresundsbro Konsortiet ansvarar för driften av den 16 kilometer långa broförbindelsen mellan Danmark och Sverige. Konsortiets moderbolag A/S Øresund och Svensk-Danska Broförbindelsen AB, SVEDAB AB ansvarar för driften av landanslutningen i Danmark respektive Sverige. De båda bolagen ägs till 50 % vardera av danska och svenska staten. Konsortiets balansomslutning uppgår till ca 30 Mdr kronor och anläggningsprocenten till 77 %. Enligt avtal mellan regeringarna har Øresundsbro Konsortiet ensamrätt att ta ut avgifter av dem som trafikerar förbindelsen. Inkomsterna skall täcka både drifts- och räntekostnader samt de kostnader som är relaterade till de lån som upptagits för att finansiera byggandet av bron.

Av konsortiets tillgångsmassa på ca 30 Mdr finansieras ca 28 Mdr av räntebärande skulder och resterande 2 Mdr av icke-räntebärande skulder. De totala genomsnittliga räntekostnaderna under år 2000 låg på 4,85 %. Upplåningen har skett och sker löpande på såväl de internationella som de danska och svenska kapitalmarknaderna. För närvarande är obligationslånen denominerade i euro, dollar, pund, yen, schweizerfranc, danska och svenska kronor. Alla lån, swaps och övriga finansiella kontrakt och förpliktelser garanteras solidariskt av den svenska och den danska staten. Tack vare det sistnämnda har konsortiet erhållit högsta kreditvärdering (AAA/Aaa) hos Standard & Poor's och Moody's.

¹⁵³ Järnvägsförbindelsen mellan Stockholm och Arlanda flygplats.

¹⁵⁴ Banverkets årsredovisning år 2000.

¹⁵⁵ Banverkets årsredovisning år 2000.

Stefan Eliasson påpekar att Øresundsbro Konsortiet tillsammans med analytiker har tittat på möjligheten att värdepapperisera delar av sina tillgångar. Kunskaperna om värdepapperisering får därför betecknas som goda. Anledningen till att en sådan transaktion inte implementerats beror snarare på att intresset i dagsläget saknas. Orsaken är främst att staten vill behålla kontrollen och kvarstå som huvudägare, samt att broförbindelsens löpande kostnader för närvarande är för omfattande. Dessutom är intäkterna från brotrafiken idag lägre än de löpande utgifterna, vilket resulterar i ett negativt operativt kassaflöde. Vid en värdepapperisering hade därför kupongräntan på obligationerna fått finansieras via statliga medel till en kostnad som överstigit dagens genomsnittliga räntekostnad. Øresundsbron har i dagsläget en mycket låg real finansieringskostnad på ca 2 % tack vare den höga kreditvärdigheten, som i sin tur främst beror på att den svenska och danska staten garanterar lånen. Varken den svenska eller den danska staten ser i dagsläget att det finns någon anledning att lyfta ut delar av Øresundsbrons från balansräkningen, eftersom de har en uttalad vilja att Øresundsbron skall vara helägd, åtminstone tills den dag kassaflödet från den operativa verksamheten blir positivt. I detta hänseende är tidsaspekten helt avgörande eftersom kassaflödet i år beräknas till -600 miljoner och nästa år till -475 miljoner, hävdar Stefan Eliasson.

Givetvis skall det inte uteslutas att värdepapperisering kan bli en aktuell finansieringskälla i framtiden. Då det om ett antal år kommer att finnas ett mer stabilt och positivt kassaflöde i kombination med att staten vill avyttra bron till externa aktörer för att få igen det investerade kapitalet.

Agneta Rodosi **Finansdirektör, Akademiska Hus, Göteborg**

Akademiska Hus äger och förvaltar fastigheter med inriktning på högre utbildning och forskning, dvs. lokaler för universitet och högskolor i Sverige. Företaget bedriver även en omfattande byggnadsverksamhet i egna fastigheter via entreprenader som upphandlas i konkurrens på affärsmässiga villkor. Akademiska Hus ägs till 100 % av staten genom finansdepartementet. Koncernen består av ett moderbolag med säte i Göteborg samt sju helägda dotterbolag runt om i landet. Företaget bildades 1992 i samband med riksdagsbeslutet att ombilda Byggnadsstyrelsens förvaltning av statliga fastigheter till en ny myndighet, Statens fastighetsverk och två statliga bolag, Akademiska Hus AB och Vasakronan AB.

Koncernen Akademiska Hus har en balansomslutning på ca 24 Mdr kronor. Av de totala tillgångarna, som till största delen består av långa kontrakt i specialfastigheter, finansieras ca 15 Mdr av räntebärande skulder, 6,5 Mdr av icke-räntebärande skulder medan resterande del finansieras med avsättningar och eget kapital. Enligt Agneta Rodosi har Akademiska Hus idag en synnerligen billig upplåning både lång- och kortsiktigt på såväl den inhemska som den internationella kapitalmarkanden, mycket tack vare det faktum att företaget har både staten som ägare och hyresgäst. Företagets långfristiga upplåning har kreditratingen AA, vilket är en god kreditvärdighet bland fastighetsbolagen. Akademiska Hus har enligt Agneta Rodosi som målsättning att emittera obligationer på den marknad i världen där det är mest fördelaktigt. Internationellt har den japanska marknaden identifierats som strategiskt viktig för koncernen, men fokus har även flyttats till Europa, och då framförallt den schweiziska marknaden. Företagets genomsnittliga finansieringskostnad uppgår till ca 5% i dagsläget.

Viss kunskap om finansieringstekniken värdepapperisering finns hos Akademiska Hus och Agneta Rodosi. Värdepapperisering har föreslagits från olika håll och företaget har relativt ingående studerat principskisser om hur en eventuell värdepapperisering av tillgångar i Akademiska Hus skulle kunna genomföras. Fram till dagens datum har inte någon aktör kunnat påvisa i ett finansiellt sammanhang vad Akademiska Hus skulle tjäna på att genomföra en värdepapperisering. Agneta Rodosi framhåller dessutom att företaget redan idag har en mycket god kreditrating vilket då leder till att värdepapperisering ter sig dyrare än dagens finansiering. För Akademiska Hus är projektfinansiering inte heller aktuellt.

Om värdepapperisering skulle bli aktuellt i framtiden framhåller Agneta Rodosi att projekt som det Biomedicinska centret i Lund principiellt skulle kunna vara intressant att värdepapperisera. Vad beträffar expensionsmedel till de relativt stora investeringar som Akademiska Hus ådrar sig är det en ägarfråga som måste tas längre upp i hierarkin, dvs. hos finansdepartementet, som har ansvar för besluten om den långsiktiga finansieringen.

8. Resultatanalys

Avsikten med följande kapitel är att knyta samman den empiriska undersökningen med de teorier som är applicerbara på värdepapperisering. Första delen består av en analys av de empiriska undersökningsresultatens korrelation med den finansiella teorin. Därefter diskuteras enligt samma tillvägagångssätt samhällseffekter och teoretiskt ramverk. Slutligen redogörs för vilka kapitalintensiva reala tillgångar som ligger närmast en värdepapperisering i Sverige i dagsläget, både ur ett teoretiskt och ett empiriskt perspektiv.

8.1 Den empiriska undersökningens anknytning till finansiell teori

De tidigare redovisade forskningsresultaten pekar på att företag som värdepapperiserar tillgångar tenderar att vara större. Det beror på att stora företag, som förfogar över större tillgångsmassa, har möjlighet att slå ut transaktionskostnaderna på betydligt större volymer än ett mindre företag. Detta innebär i sin tur att det föreligger stordriftsfördelar vid värdepapperisering. Några av de undersökta företagen anser att tillgångsmassans storlek är en viktig förutsättning för att värdepapperiseringen skall vara genomförbar. Detta ligger i linje med att de största företagen i undersökningen aktivt sonderar marknadsförutsättningarna för en eventuell värdepapperisering, medan de mindre företagen upplever kravet på kritisk massa som ett hinder. SCA, ett av Sveriges största skogsföretag, är det enda av de undersökta företagen som redan i dag värdepapperiserar delar av sina kundfodringar. Birka Energi, Sveriges tredje största kraftbolag, övervägde starkt att värdepapperisera delar av tillgångsmassan då verksamheten skulle refinansieras 1998. Detta bör ställas i relation med t.ex. Hufvudstaden som utesluter värdepapperisering då de anser att ingen av dess enskilda tillgångar är tillräckligt stor för att utgöra ett fördelaktigt värdepapperiseringsobjekt. Alltså stämmer den finansiella teorin om stordriftsfördelar väl överens med den empiriska undersökningen.

Den finansiella teorin föreskriver även att de företag som kommer att ha mest nytta av värdepapperisering är de företag som befinner sig i finansiellt trångmål. Konflikten mellan företagets aktieägare och långivare, som utmynnar i problem associerade med underinvestering, tillgångssubstitution, expropriering av företagets olika intressenter etc. är inte direkt aktuella för företag med en stark finansiell ställning. Flera av de undersökta företagen anser att de i dagsläget inte kan tjäna något på värdepapperisering, då deras goda finansiella ställning ger dem en hög kreditvärdighet och således låga finansieringskostnader. Däremot anser de att värdepapperisering kan bli aktuellt i framtiden om den finansiella ställningen väsentligt skulle försämrats. Ett sådant scenario hade inneburit en sämre rating, med högre finansiella kostnader och sämre tillgång till kapital som följd. Företagen ger även en indikation om att det under sämre tider är nödvändigt att mer aktivt arbeta med att diversifiera sina finansieringskällor, och eventuellt söka sig till alternativa kapitalmarknader. Denna slutsats styrker teorin om att företag i finansiellt god ställning inte ser ett lika stort behov i att värdepapperisera delar av sin tillgångsmassa.

Modigliani & Millers teori om kapitalstrukturer brukar användas som utgångspunkt när värdet av att använda olika finansieringskällor diskuteras. Under antagandet att man bortser från företagsbeskattningens effekter innebär en förändrad finansieringsform bara att risk förflyttas mellan ett företags olika finansiärer. Om företaget arbetar mot att minska avkastningskravet till vissa finansiärer kommer risken och därmed också avkastningskravet att öka i samma utsträckning för de övriga finansiärerna. Konsekvensen är att företaget inte kan öka sitt värde genom att förändra sin finansiering. Samma resonemang förs av ett antal företag i undersökningen i samband med ”cherry picking”. De menar att om företaget lyfter ut sina bästa tillgångar, dvs. de med lägst risk, kommer risken hos de kvarvarande tillgångarna att öka väsentligt. Effekten blir att de finansiella kostnadsbesparingarna av värdepapperiseringen undermineras på grund av ökade finansiella kostnader för företagets övriga verksamhet. I det stora hela sker ingen förbättrad riskhantering, utan endast en omfördelning av risk mellan de olika finansiärerna.

Enligt de finansiella teorierna ökar incitamenten för tillgångssubstituering med en lägre soliditet. Därför är det mer troligt att företag med låg soliditet kommer att värdepapperisera delar av sin tillgångsmassa. Vattenfall är ett företag med en soliditet som för tillfället ligger långt under det uppsatta målet på grund av strukturförändringar. Att Vattenfall nu på allvar överväger värdepapperisering kan tolkas som ett styrkande av denna finansiella teori. Däremot finns det inget som i de andra företagens uttalanden styrker denna teoretiska ansats. För att kunna finna en korrelation mellan lägre soliditet och ökade incitament för värdepapperisering krävs det därmed vidare empiriska studier av företag med låg soliditet.

Thomas Hugh’s undersökning pekar på att de företag som mest frekvent använder sig av värdepapperisering på en del av tillgångsmassan, har en komparativ fördel i att effektivt utnyttja sina kvarvarande tillgångar. Av de företag i den empiriska undersökningen som har goda eller mycket goda kunskaper om värdepapperisering, har inte någon nämnt detta som ett motiv för att värdepapperisera. Inte heller SCA, som de facto har utfört en värdepapperisering, tar upp denna aspekt. Den empiriska undersökningen på svenska företag påvisar alltså inte att de föreligger en komparativ fördel i utnyttjandet av de kvarvarande tillgångarna i samband med en värdepapperisering. Det verkar snarare så att de undersökta företagen ser en viss fara med att förlora kontrollen över sina tillgångar. De menar att om företaget lyfter ut en tillgång som ingår i verksamheten kan detta utmynna i att effektiviteten hos de kvarvarande tillgångarna minskar som en följd av att tillgångsmassan inte längre kan ses som en kontrollerbar helhet.

8.2 Samhällseffekter

När värdepapperisering diskuteras i ett samhällsekonomiskt perspektiv är disintermediering ett begrepp som ofta förekommer. Bankernas traditionella kärnverksamhet, dvs. in- och utlåningen av kapital, hotas i sina grundvalar som en följd av att värdepapperiseringen som sådan separerar kreditbedömnings- och låneadministrationsfunktionen från finansieringsfunktionen. Den empiriska studien bekräftar att företag idag aktivt söker sig till alternativa kapitalmarknader för att inte enbart förlita sig på traditionell bankupplåning. Ett för företagen ökat bankberoende kan leda till en risk för ökad finansieringskostnader och minskade kreditutrymmen i framtiden på grund av den pågående bankkonsolideringen. Detta är en av anledningarna till att företag som SCA, AssiDomän, Tornet etc. har som mål att minska sitt bankberoende. SCA är ett bra exempel på ett företag, vars främsta motiv till varför man genomförde värdepapperisering var just att åstadkomma detta.

Paradoxalt nog är det de stora bankerna som till stor del driver utvecklingen av användandet av värdepapperiseringen som finansieringsmetod. Kanske är de så att bankerna ser värdepapperisering som en framtida stor finansieringskälla och vill därför redan i ett initialskede ta marknadsandelar för att på så sätt värna om sin fortsatta existens.

Värdepapperiseringen innebär vidare ur ett samhällsperspektiv att illikvida tillgångar omvandlas till likvida tillgångar. Detta leder dels till att kapitalförsörjningen i samhället blir effektivare, dels till att dessa tillgångar får en illkvid andrahandsmarknad, vilket medför att likviditetspremierna sänks och att finansieringskostnaderna i samhället blir lägre. Vid en värdepapperisering där SPV:t konsolideras i originatorns balansräkning är ett av motiven att göra tillgången mer likvid. Samma resonemang kan föras för alla de reala kapitalintensiva tillgångsklasser som behandlats i uppsatsen. Värdepapperisering av denna typ av tillgångar kommer i slutändan innebära att en real illkvid tillgång omvandlas till en likvid tillgång. Detta styrker den samhällsekonomiska effekten att värdepapperisering leder till ett större utbud av likvida tillgångar för såväl finansiella som industriella aktörer.

Under intervjun med Jan Seveborg på Birka Energi uppkom en annan intressant samhällsekonomisk aspekt. Seveborg påpekade att de värdepapperiseringar som de kommunalägda bostadsbolagen i Stockholm genomfört varit mycket omdiskuterade. Kritikerna hävdar att priset för denna finansiering var för hög då Stockholms stad tack vare sin AA+ kreditrating har en mycket låg upplåningskostnad. Sett ur en alternativkostnadssynpunkt var det en dyrbar finansiering, men Stockholm stad hävdade ändå att den var bra då den satte prispress nedåt på den svenska bolånemarkanden.

8.3 Samband mellan empiriska resultat och teoretiskt ramverk

För att en värdepapperiseringstransaktion skall bli lyckad krävs att företagets beslutsfattare har en god kännedom om processens olika delar. Vidare är det viktigt att beslutsfattarna interagerar under delprocesserna då det är främst de som har den absolut största kännedomen om tillgångsmassans beskaffenhet. Om det enbart är externa aktörer som genomför värdepapperiseringstransaktionen kan hela projektet falla på grund av den asymmetriska information som föreligger mellan de olika parterna. I extremfallet kan det nämnas att Arne Silvdahl¹⁵⁶ på Förvaltnings AB Framtiden själv konstruerat strukturerna för de värdepapperiseringar som bolaget realiserat. Trots att den generella kunskapen om värdepapperisering förefaller vara relativt god hos de undersökta företagen, kan det påstås att kunskapen om processens utformning i flertalet fall är bristfällig, särskilt vad beträffar processen av värdepapperisering av kapitalintensiva reala tillgångar. Detta kan vara en av anledningarna till att flertalet respondenter upplever att de mister kontrollen över tillgången då de har ett minskat handlingsutrymme under processen på grund av den bristande kunskapen.

Det verkar föreligga ett betydligt större intresse att värdepapperisera en tillgångsmassa genom en Conduit snarare än att vara ensam originator av de emitterade obligationerna, dvs. värdepapperisering via en Term deal. För det första har conduitstrukturen kommit att bli en förhållandevis standardiserad form av värdepapperisering. För de undersökta företagen framstår detta som positivt då de kan arbeta med betydligt mindre volymer samt att de har möjlighet att ”gå försiktigt fram”. För det andra har värdepapperisering via conduit visat sig vara ett väl fungerande system. Detta framstår vara en viktig parameter då de undersökta

¹⁵⁶ Finanschef Förvaltnings AB Framtiden

företagen verkar vara rädda för att vara först med att använda sig av Term deals eller att värdepapperisera en ny typ av tillgång som t.ex. skogsfastigheter. Något som bör noteras i denna kontext är att de företag som har ett uttalat intresse att använda conduitstrukturen ämnar att värdepapperisera sina omsättningstillgångar i form av kundfordringar på detta sätt. Eftersom en real kapitalintensiv tillgång i sin natur är en anläggningstillgång är det kanske tveksamt om en värdepapperisering av denna typ av tillgång kan administreras via en conduit, då denna primärt refinansieras via värdepapper den korta pennigmarknaden. Dock finns det ett ytterst intressant exempel på möjligheten att även finansiera reala tillgångar via en typ av conduitbolag. Danska BRF har under flertalet år bedrivit en delverksamhet som består i att poola fastighetsbestånd från många olika företag för att sedan emittera obligationer med fastighetspoolen som underliggande säkerhet.

Det är alldeles uppenbart att företagen ser de höga dokumentationskostnaderna i samband med en värdepapperisering som en av de allra största nackdelarna med denna finansieringskälla. Det går inte att förneka att kostnaderna i dagsläget är höga eftersom så många olika aktörer är inblandade samt att aktörernas specialkunskaper har ett högt pris på marknaden. I Sverige finns det dessutom en begränsad skara av aktörer med erforderlig kompetens. Prisbildningen är förhoppningsvis ett övergående problem om värdepapperisering vinner en acceptans på marknaden och på så sätt bli ett mer standardiserat förfarande.

I frågor som rör lagar och redovisningsaspekter förknippade med värdepapperisering, bekräftar den empiriska undersökningen att rättsläget är högst oklart. Respondenterna refererar till en uppsjö av regler och förordningar som anser bör kunna vara applicerbara, men ingen vet säkert. Även experter inom området har stora problem att redogöra för lagar och förordningar som är adekvata vid värdepapperisering av reala kapitalintensiva tillgångar. Undersökningen tyder också på att en del av respondenterna uppfattar det ständigt föränderliga rättsläget som en stor risk vid ett genomförande av en eventuell värdepapperisering. Genomgående kan det konstateras att de respondenter som är någorlunda insatta i denna problematik påpekar att IAS-reglerna är de som framöver kommer att utforma den svenska lagstiftningen på området. Trenden går mot att en dekonsolidering av tillgångsmassan kommer att försvåras.

8.4 Lämpliga reala kapitalintensiva tillgångar att värdepapperisera ur teoretiskt och empiriskt perspektiv

8.4.1 Skogsbranschen

Kunskapen om värdepapperisering inom de undersökta skogsbolagen är god. Framförallt på grund av att två av företagen tidigare analyserat möjligheten att värdepapperisera delar av sin tillgångsmassa samt att ett av företagen idag använder sig av värdepapperisering av kundfordringar som finansieringskälla¹⁵⁷. Däremot är kunskapen om värdepapperisering av reala tillgångar hos samtliga av bolagen ganska begränsad.

Intresset av värdepapperisering av reala kapitalintensiva tillgångar finns i den bemärkelsen att företagen under intervjuerna betraktat finansieringsformen som ett intressant alternativ. Motiven till varför man inte gör det för närvarande är att kunskapen om värdepapperisering av denna typ av tillgångar är högst begränsad. Dessutom ser företagen inget skäl i dagsläget till att förändra sin finansieringsstruktur med värdepapperisering. Även strukturförändringarna i

¹⁵⁷ Charles Whalen, SCA.

branschen gör det riskabelt att under en längre tid låsa upp sina tillgångar. Vidare anser företagen att rättsläget försvårar genomförandet av en värdepapperiseringstransaktion. Den mest lämpade reala kapitalintensiva tillgången att värdepapperisera i skogsbolag är enligt respondenterna skogstillgångarna. I överensstämmelse med de teoretiska kraven på vad som krävs för att en tillgång skall gå att värdepapperisera utgör skog ett lämplig värdepapperiseringsobjekt. Främst på grund av sitt mycket stabila kassaflöde, sitt bestående värde samt att företagens skogsinnehav uppfyller de volymkrav som ställs. Sågverk kan även anses som relativt goda värdepapperiseringsobjekt, men har inte samma goda homogenitet och volym som skogen och är således något mindre intressanta ur ett värdepapperiseringsperspektiv.

Om värdepapperisering av de reala tillgångarna i framtiden visar sig vara ett bra finansieringsalternativ anser respondenterna att ägarna inte skulle motsätta sig ett sådant beslut.

8.4.2 Kraftbranschen

Kunskapen om värdepapperisering av reala kapitalintensiva tillgångar är i kraftbranschen ganska god. I och med att samtliga av de undersökta företagen genomfört transaktioner som är snarlika värdepapperisering (Sale-and-lease back och projektfinsiering) finns en grundläggande förståelse för denna typ av finansieringslösningar. Det bör även noteras att samtliga av de undersökta företagen har långt gångna planer på att värdepapperisera delar av sina kundfordringsstockar.

Intresset för att värdepapperisera reala tillgångar har till skillnad från i skogsbranschen mer ingående studerats i kraftbranschen. Ett av de undersökta företagen övervägde att värdepapperisera delar av sina reala tillgångar då verksamheten skulle refinansieras. Ett annat överväger alternativa finansieringskällor för att förbättra sin sjunkande soliditet på grund av den försämrade finansiella ställningen. Enligt de finansiella teorierna som tidigare redovisats, innebär ett försämrat finansiellt läge ett större incitament för värdepapperisering. Trots detta anför företagen en rad tveksamheter vid värdepapperisering av reala tillgångar. För det första ser företagen ett stort problem med att de måste lyfta ut sina bästa tillgångar vid en eventuell värdepapperisering ("cherry picking"). För det andra vill inte företagen låsa upp tillgångsmassan i balansräkningarna, något som skulle innebära minskad flexibilitet i företagets verksamhet. Flexibiliteten är en absolut nödvändighet då även denna bransch för närvarande genomgår stora strukturförändringar. Då två av de undersökta företagen har negativ klausuler i sina nuvarande låneavtal försvåras ytterligare en värdepapperisering av de berörda tillgångarna.

I kraftbranschen existerar ett flertal reala tillgångar som principiellt sätt skulle kunna värdepapperiseras. De består av vattenkraft (fallrättigheter), kraftverk, distributionsanläggningar (kraftnät) samt fastigheter. Utifrån teorins uppställda krav för lämpliga värdepapperiseringsobjekt är fallrättigheterna och kraftnäten de mest intressanta. Trots säsongsmässiga variationer är dessa tillgångars kassaflöden stabila och kan med relativt enkla metoder beräknas. Tillgångarna uppfyller kravet på volym, de är klart värdebestående och förhållandevis homogena till sin natur.

Generellt sett anser de undersökta företagen att ägarna skulle ställa sig positiva till värdepapperisering av tillgångar. Men då en värdepapperisering av reala tillgångar innebär ett

stort ingrepp i verksamheten kommer ägarna förmodligen vilja ta del av diskussionerna på ett tidigt stadium.

8.4.3 Transport- och rederibranschen

Kunskapen inom rederibranschen om värdepapperisering är god, medan kunskapen är högst begränsad i flygbranschen. Det bör dock tilläggas att då endast ett bolag inom flygbranschen undersökts utgör undersökningen av denna bransch inte ett tillförlitligt resultat.

Rederierna i undersökningen uppvisar ett skiftande intresse för värdepapperisering av sina reala tillgångar. De båda företagen har i begränsad omfattning utvärderat möjligheten att värdepapperisera en del av tillgångsmassan, och då främst fartyg. Det ena företaget ställer sig ganska negativa till en värdepapperisering i dagsläget, medan det andra företaget anser värdepapperisering vara en ganska intressant finansieringsmöjlighet. Detta beror sannolikt på att företagens tillgångsportföljer består av olika typer av fartyg. De båda företagen är dock ense om att det krävs ett standardiserat tillvägagångssätt av värdepapperisering av fartyg innan finansieringsformen vinner större acceptans i rederibranschen.

De båda rederierna är oense huruvida det är lämpligt att ha fartyg som säkerhet vid en värdepapperisering. Shippingfartyg, eller specialfartyg, verkar vara en något för heterogen tillgångsklass som därmed är svår att poola, vilket leder till att risken blir för hög. RoRo fartyg däremot, är betydligt mer lika varandra i konstruktion och drift och skulle då utgöra lämpligare värdepapperiseringsobjekt. I övrigt vad beträffar de teoretiska kraven utgör fartyg i allmänhet goda värdepapperiseringsobjekt, speciellt på grund av sitt stabila kassaflöde, att tillgången är värdebestående samt att fartyg ofta binder mycket kapital.

8.4.4 Fastighetsbranschen

Fastighetsbolagens kunskaper om värdepapperisering är allmänt mycket goda. Förmodligen beror detta på att merparten av de värdepapperiseringar som skett i Sverige på ett eller annat sätt omfattat fastigheter.

Intresset hos fastighetsbolagen i undersökningen att genomföra en värdepapperisering i dagsläget är genomgripande väldigt lågt. Dock har samtliga av de tillfrågade bolagen tidigare utvärderat värdepapperisering som en finansieringskälla. Skälet till det låga intresset har sin grund i att bolagens fastighetsportföljer till största delen består av kommersiella fastigheter samt att värdepapperisering ses som ett för dyrt finansieringsalternativ på grund av de höga administrationskostnaderna.

Enligt tidigare redovisade resonemang lämpar sig kommersiella fastigheter dåligt för värdepapperisering. De främsta orsakerna är att de genererar ett osäkert betalningsflöde till följd av för få och osäkra kunder, de är relativt heterogena och därmed svårare att poola samt att det sker en kontinuerlig handel med dessa typer av tillgångar, vilket leder till att företagen inte vill låsa fastigheterna över en längre tid. De teoretiska ansatserna om kraven på stabilt kassaflöde och homogenitet på tillgångarna uppfylls alltså inte av kommersiella fastigheter vilket det empiriska utfallet bekräftar. Mer lämpat för en värdepapperisering är därför de bostadsfastigheter, som tenderar att vara relativt homogena samt ha ett stabilare kassaflöde, som ett par av fastighetsföretagen de facto förfogar över.

Om en eventuell värdepapperisering blir aktuell i framtiden anser två av företagen att beslut om detta bör kunna fattas utan ägarnas tillstånd, medan ett av företagen anser att det förmodligen bör ligga en bolagsstämma till grund vid ett värdepapperiseringsbeslut.

8.4.5 Statlig verksamhet

Kunskapen om värdepapperisering varierar bland de statliga institutioner som studerats. Hos Øresundsbrokonsortiet, Akademiska Hus och Banverket är kunskaperna tämligen goda medan de är något mer bristfälliga hos Citytunneln. Banverket har varit involverade i projektfinansieringar av två stora infrastrukturprojekt och har därmed goda grundläggande kunskaper om denna typ av finansieringskälla, som till viss del påminner om värdepapperisering.

Intresset för att värdepapperisera statligt administrerade tillgångar är svårt att urskilja. Problemet i det här sammanhanget är att den här typen av stora finansiella beslut måste behandlas på regeringsnivå (finansdepartementet). Företrädarna för de undersökta statliga verksamheterna menar att det ligger på finansdepartementet att initiera den här typen av finansieringslösningar. Då statliga myndigheter inte själva har mandat att ta den här typen av beslut har inte incitamenten funnits för att närmare studera denna typ av finansiering.

Staten förfogar över många reala tillgångar som skulle kunna bli föremål för en värdepapperisering bestående av fastigheter, stora infrastrukturprojekt etc. De uppfyller de teoretiska krav som ställs på en tillgång för att den skall kunna värdepapperiseras eftersom de är värdebestående, genererar stabila kassaflöden, svarar för betydande volymer och är homogena till sin natur. Problemet med statliga tillgångar är dock att kraven om oberoende av originatorn och kapacitet inte uppfylls, eftersom grundlagen stadgar att tillgångar inte kan hamna utom statens kontroll.

Att de undersökta statliga verksamheterna inte valt att värdepapperisera delar av sin tillgångsmassa beror alltså främst på att det är statens tillgångar som tas i anspråk för att frigöra kapital. Detta innebär att riksdagen mister kontrollen över tillgångarna, vilket är ett stort dilemma i sammanhanget. Samtidigt har staten mycket god kreditvärdighet genom bland annat sina lånegarantier, något som innebär att upplåningskostanden redan är mycket fördelaktig.

8.5.5 Avslutande kommentarer

Sammantaget finns det ett par reala kapitalintensiva tillgångsklasser som, såväl teoretiskt som praktiskt, ligger närmast en värdepapperisering i Sverige i dagsläget. En av dessa är bostadsfastigheter. Denna tillgång har visat stämma väl överens med de teoretiska kraven om stabilt kassaflöde, säkerhet, riskspridning, homogenitet och volym. Tidigare utförda värdepapperiseringar av bostadsfastigheter visar att det även praktiskt går att genomföra en sådan typ av värdepapperisering. Den pågående standardiseringen av denna struktur föranleder många företag att överväga värdepapperisering som en alternativ finansieringskälla. Den andra av dessa tillgångar är kraftanläggningar, i huvudsak vattenkraft. Även denna tillgång uppfyller de teoretiska kraven, samtidigt som åtskilliga vattenkraftverk tidigare varit föremål för partnerfinansiering som i praktiken kan jämföras med värdepapperisering. Dessutom finns ett stort behov i kraftbranschen att diversifiera sina finansieringskällor då den pågående konsolideringen kräver avsevärda mängder kapital.

Vad beträffar finansiering av reala tillgångar som skog, fartyg, kraftnät och sågverk är värdepapperisering intressant, men de undersökta företagen inom dessa branscher anser inte att det föreligger ett behov att omstrukturera finansieringsverksamheten. Både teoretiskt och praktiskt bör det emellertid vara fullt möjligt att använda dessa tillgångsklasser som underliggande säkerheter vid värdepapperisering. Statliga projekt faller även inom denna kategori, men här är det främst ägarviljan som försvårar en sådan transaktion.

Kommersiella fastigheter är den tillgångsmassa som enligt undersökningen ligger längst ifrån en värdepapperisering i dagsläget. Vad gäller värdepapperisering av flygplan är det inte möjligt att dra en slutsats då undersökningsresultatet är för undermåligt.

9. Slutsatser och förslag till vidare forskning

Under arbetets gång har vi funnit att det finns en bättre generell kunskap om värdepapperisering bland de undersökta företagen än vad vi initialt förväntat oss. Givetvis är det så att en del av respondenterna gett sken av att kunna mer än vad de i verkligheten gör. Men intervjuerna med dessa respondenter har ändå gett oss goda kunskaper om företagets finansieringspolicy samt de olika avväganden som de måste vidta vid utvärderingen alternativa finansieringskällor. Förhoppningsvis har även vi bidragit med viss kunskap till de företag vi haft kontakt med.

Intresset för att använda sig av värdepapperisering har varit högst varierande. Dessa variationer beror sannolikt på att kunskapsnivån skiljer sig mellan de olika intervjupersonerna samt att många inte har en djupare förståelse av värdepapperiseringens olika delmoment. Detta leder i sin tur till att många uppfattar värdepapperisering som en komplicerad finansieringsmetod. Företeelser som är komplicerade har en tendens att inom företagen bli, eller i alla fall uppfattas, som väldigt kostsamma. Vi anser ändå att intresset kommer att öka i takt med att fler och fler värdepapperiseringar genomförs i Sverige.

Företagen i undersökningen hävdar att prisbilden för att genomföra en värdepapperisering är för ofördelaktig i dagsläget. Givetvis är prisbilden en viktig parameter men vi anser inte, i motsats till de empiriska resultaten, att den bör utgöra ett hinder om företagsledningen haft bättre kunskap om hur en värdepapperiseringstransaktion kan skraddarys utifrån det enskilda företagets finansieringsbehov.

Vi bedömer att de kapitalintensiva reala tillgångar som ligger närmast en värdepapperisering utgörs av bostadsfastigheter och kraftanläggningar. Det grundar vi på det faktum det föreligger en stor kunskap, ett starkt intresse samt teoretiska motiv att värdepapperisera dessa tillgångsklasser idag. Dock har vi under uppsatsarbetets gång uppmärksammat att det även finns ett starkt intresse för att värdepapperisera kundfordringar genom conduitstrukturer. I det stora hela verkar företag vilja poola sina tillgångar med liknade företags tillgångar, så att de inte står som ensamma risktagare till hela projektet. Detta ligger i linje med resonemanget att företag tenderar att varken vilja vara först eller unika att implementera nya finanstekniker.

Genom våra intervjuer med experter på området är det uppenbart att det finns en stark efterfrågan för emitterade värdepapper med underliggande reala tillgångar som säkerhet. Studier av tidigare genom värdepapperiseringar bekräftar detta då emissionerna inte bara varit fulltecknande, utan även övertecknande.

Något som är mycket intressant är att Hugh visar att både aktieägare och långgivare gynnas av en värdepapperisering då de agentrelaterade kostnaderna reduceras. Under intervjuerna har denna aspekt inte behandlats, delvis kanske på grund av att vi inte själva fört den på tal. Vi anser dock att detta i framtiden kan komma att bli ytterligare ett incitament för företagen och även dess ägare att genomföra en värdepapperisering.

Användandet av värdepapperisering som finansieringskälla är stort beslut för det enskilda företaget. Trots detta är vi övertygade att svenska företag i framtiden kommer att ansluta sig till den finansiella innovation som tekniken är förknippad med, då internationaliseringen idag ställer allt större krav på företagen att förnya sig för att erhålla en optimal finansiering.

Då värdepapperisering är en tämligen utforskad finansieringsmetod i Sverige har det under uppsatsen gång utkristalliserats ett antal förslag till fortsatt lämplig forskning inom detta område.

- Det föreligger ett stort behov av en analys av rättsläget och redovisningen vid genomförandet av en värdepapperiseringstransaktion i Sverige.
- Det hade varit intressant att göra en fallstudie i ett företag om hur en eventuell värdepapperisering påverkar företagets totala värde.
- En djupare undersökning av olika conduitstrukturer.
- En annan intressant infallsvinkel skulle kunna vara att studera vilken tillgång som är mest lämplig att värdepapperisera i en viss bransch.
- Det hade avslutningsvis varit intressant att mer ingående analysera hur en specifik tillgångsklass som t.ex. fartyg eller kraftverk lämpar sig för värdepapperisering.

Källförteckning

Publicerade källor

Böcker

Halvorsen, Knut, (1992), *Samhällsvetenskaplig metod*, Studentlitteratur.

Holme, Idar Magne; Solvang, Bernt Krohn, (1991), *Forskningsmetodik – Om kvalitativa och kvalitativa metoder*, Studentlitteratur.

Patel, Runa; Davidson, Bo, (1994), *Forskningsmetodikens grunder*, Studentlitteratur, Andra upplagan.

Ross, Stephen; Westerfield, Randolph; Jaffe, Jefferey, (1999), *Corporate Finance*, McGraw-Hill companies Inc, Fifth edition.

Månsson, Fredrik; Andersson, Per-Ulrik, (1995), *Värdepapperisering – Securitisation*, Fritzes förlag AB.

Föreningen Auktoriserade Revisorer, FARs Samlingsvolym 2000, FAR Förlag AB.

Uppsatser

Skarabot, Jure, (2001) *Subordination Structure of Asset-Backed Securities*.
(<http://faculty.haas.berkeley.edu/skarabot/se.pdf>)

Sinkey, Joseph F Jr, (1998), *Strategic Uses of Securitization and Structured Finance*.
(<http://www.terry.uga.edu/~jsinkey/fina4000/notes/article.txt>)

Kothari, Vinod, (1999), *Securitisation - a primer*.
(<http://www.vinodkothari.com/secont.htm>)

European securitization, (1999), *A resource guide*.
(<http://www.europeansecuritization.com/assets/images/ESFGuide.pdf>)

Kohn, Meir, (1999), *The Capital Market before 1600*.
(<http://www.dartmouth.edu/%7Emkohn/99-06.pdf>)

Basra, David; Liao, Robert H; Fichte, Maralyn, (2001), *Asset Securitisation*.
(<http://wwwstud.nijenrode.nl/ncv/2001/verenigingen/fiduciair/art5.htm>)

Minton, Bernadette; Opler, Tim; Stanton, Sonya, (1997), *Asset Securitization among Industrial Firms*.
(<http://www.timopler.com/opler/abs97.html>)

Posen R C, *The continental shift of Europe*xxxxxx

Munshi, Jamal, (1994), *Agency Theory*
(<http://munshi.sonoma.edu/working/agencyTheory.html>)

Hugh, Thomas, (1999), *A preliminary look at gains from asset securitization*, Journal of International Financial Markets, Institutions and Money no.9, p. 321–333.

Financial Security Assurance Inc (FSA), *A guide to Insured Asset-Backed Securities*
(<http://www.securitization.net/pdf/book.pdf>)

Société Générale Recherche ABS, (2000), *ABS – Guide pratique pour investisseurs*,
(http://www.securitization.net/pdf/abs_fr.pdf)

Nicolle, Tim, *Introduction to Securitization*.
(<http://www.vinodkothari.com/nicolle.htm>)

Kothari, Vinod, *Aircraft lease securitisation and equipment trust certificates*.
(<http://www.vinodkothari.com/aircraft.htm>)

Forester, J. Paul; Tillet, S. Raymond, (1998), *Dept Finance for Infrastructure Projects*.
(http://www.securitization.net/content_template.asp?URL=/knowledgebank/transactions/fin_debt.asp)

Artiklar

Dagens Industri, "Fifa säljer fotbolls-VM", 17 december 2001.

Dagens Industri, "Varning för statligt storägande i börsbolag", 29 oktober 2001.

Dagens Industri, "2001 – Ett börsår med många förlorare", 28 december 2001.

Dagens Industri, "Snålblåsten har nått fastigheterna" 26 september 2001.

Dagens Industri, "Standard & Poor's hyllar Drott", 6 december 2001.

Finanstidningen, "Hög höjd i Vattenfall", 19 december 2001.

Finanstidningen, "Tornets strategi svajar", 13 december 2001.

Penning & Valutapolitik 1998:3, "Värdepapperisering – En framtida finansieringsform?" Blåvarg, Martin; Lilja, Per, oktober 1998.

The Economist, xx, 9 maj, 1998

Veckans Affärer, "En olönsam affär", 11 december 2001.

Vinod Kothari, "Securitisation News and Developments", mars 2001

Seminarieunderlag

Engstrand, Anders, (2001), *Nordic Securitisation Market Historical Development and Outlook*, SEB Merchant Banking.

Flink, Marianne, (2001), *Rating & Securitisation*, Standard & Poor's.

Författningar

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

Finansinspektionens författningssamling, FFFS 2001:7, *Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd om värdepapperisering*.

Departementsserien 2000:65, *Alternativ finansiering genom partnerskap*.

Prospekt

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

Imprima Groupe,(2001), *Offering Circular Framtiden Residential Housing Finance No. 3 (publ)*.

Årsredovisningar för år 2000

AssiDomän
Birka Energi
B&N Nordsjöfrakt
Drott
Graninge
Holmen
Hufvudstaden
Malmö Aviation
SAS
SCA
Stora Enso
Sydkraft
Tornet
Vattenfall
Wallenius Lines
Wihlborg

Primärdata

Personlig intervju på Öhrlings PriceWaterhouseCoopers, Stockholm, 16 november, 2001.

Lars Bergström, Manager Corporate Finance – Real Estate.

Stefan Engström, Manager Corporate Finance.

Telefonintervjuer

Anders Engstrand, Head of Securitization Team, SEB Merchant Banking, Stockholm, 5 december, 2001.

Erik Gärdén, Projektledare, Öhman Structured Finance, Stockholm, 19 december, 2001.

Kristian Bentzer, analytiker bank och värdepapper, Finansinspektionen,

Mikael Sedolin, Jurist, 3 AP-fonden (tidigare finansdepartementet),

Arne Silvdahl, Finanschef, Förvaltnings AB Framtiden, Göteborg, 14 december, 2001.

Olof Stenström, Advokat, Mannheimer & Swartling?

Charles Whalen, Cash Management Consultant, SCA, Stockholm, 10 december, 2001.

Johan Lagercrantz, Finansdirektör, AssiDomän, Stockholm, 11 december, 2001.

Anders Jernhall, Finanschef, Holmen, Stockholm, 3 januari, 2002.

Hans Borgström, Finansdirektör, Sydkraft, Malmö, 11 december, 2001.

Jan Seveborg, Corporate Manager Treasury , Birka Energi, Stockholm, 18 december, 2001.

Lars Johnsson, Corporate Finance avdelningen, Vattenfall Treasury, Stockholm, 13 december, 2001.

Anna-Karin Olson, Cash Flow Manager, Malmö Aviation, Malmö, 11 december, 2001.

Mats Hanser, Avdelningsdirektör, Wallenius Lines, Stockholm, 7 december, 2001.

Hans Carlweitz, vVD och Finansdirektör, B&N Nordsjöfrakt, Skärhamn, 7 januari 2002.

Olle Knaust, vVD Ekonomi- och finanschef, Wihlborgs, Stockholm, 10 december, 2001.

Åsa Fredriksson, Finanschef, Tornet, Stockholm, 11 december, 2001.

Clas Hjort, Ekonomi- och finanschef, Hufvudstaden, Stockholm, 12 december, 2001.

Bengt Jäderholm, Chef Administrativa avdelningen, Banverket, Borlänge, 6 december, 2001.

Stefan Prahl, Ekonomichef, Citytunnelprojektet, Malmö, 20 november, 2001

Stefan Eliasson, Group Treasurer, Øresundsbro Konsortiet, Köpenhamn,

Agneta Rodosi, Finansdirektör, Akademiska Hus, Göteborg, 7 december 2001.

Databaser

Affärsdata, (www.ad.se)

Econlit, (www.ehostvgw10.epnet.com)

Artemis, (www.artemis.bm)

Bolagsfakta, (www.bolagsfakta.se)

Vinod Kothari, (www.vinodkothari.com)

Securitization.net, (www.securitization.net)

Bilaga 1

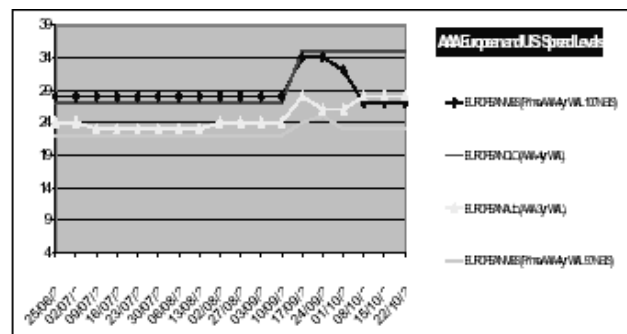
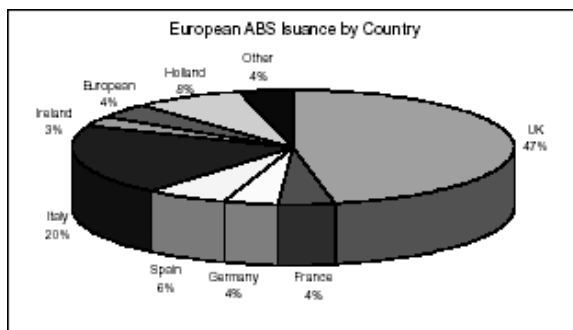
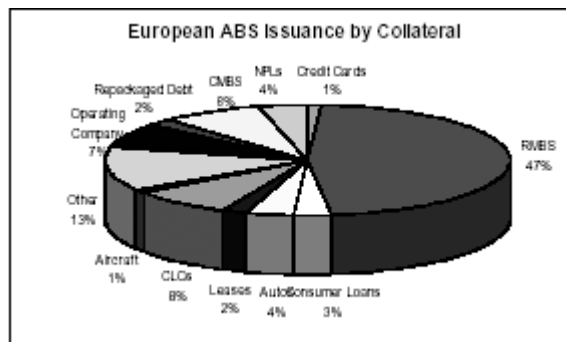
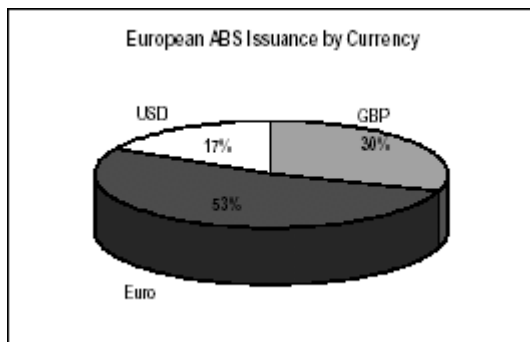
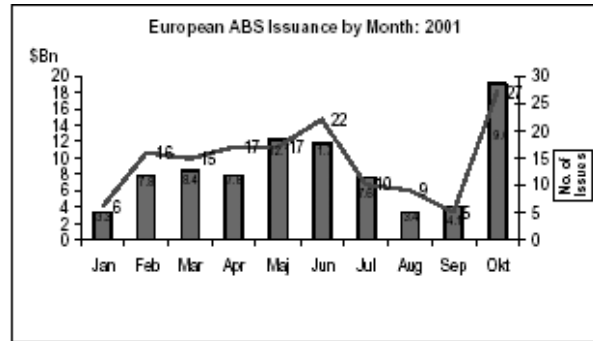
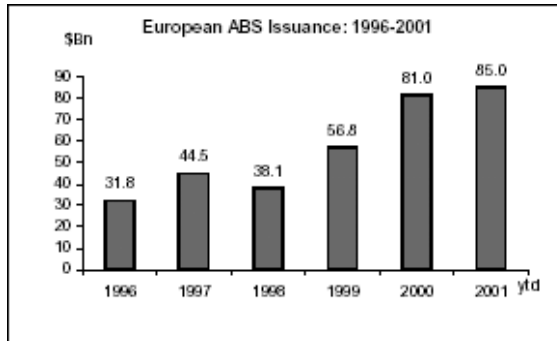
Frågeformular intervjuer

Vilka reala kapitalintensiva tillgångar i Sverige ligger närmast en värdepapperisering i dagsläget?

1. Kan Ni ge en kort beskrivning av Er verksamhet.
2. Hur ser finansieringen av Ert företags tillgångar ut idag?
3. Vad känner Ni till om finansieringstekniken värdepapperisering?
4. Anser Ni att det föreligger ett intresse i ert företag att värdepapperisera någon av Era reala kapitalintensiva tillgångar?
5. Har Ni tidigare utfört någon värdepapperisering i Ert företag?
 - 5.1(Om ja)- Varför? (motiv/fördelar/nackdelar)
 - 5.2(Om ja)- Hur blev utgången?
6. Har Ni tittat på möjligheten av att värdepapperisera någon av Era tillgångar och vad en sådan finansieringslösning skulle innebära för just Ert företag?
 - 6.1(Om nej)- Varför har ni inte tittat på värdepapperisering som en lämplig finansieringskälla?
7. Under antagandet att det föreligger kunskap och intresse om värdepapperisering i ert företag, tror ni då att det även finns en ägarvilja att använda denna typ av finansieringsform?
8. Vilka/vilken av följande faktorer skulle Ni helst vilja förändra/förbättra i Ert företag.
 - Diversifiering av nuvarande finansieringskällor.
 - Minskad totalkostnad för finansiering
 - Finansiering utanför den egna balansräkningen.
 - Förbättrade nyckeltal
 - Skapande av expansionsutrymme
 - Frigörelse av kapital, dvs minskad balansomslutning.
 - Förändrad/förbättrad riskhantering.
 - Matchad finansiering.
 - Förändrad verksamhetsinriktning/avveckling.
9. Skulle ni vilja veta mer om värdepapperisering?
10. Övriga kommentarer

Bilaga 2

Utveckling och drivkrafter i Europa



Källa: SEB Merchant Banking.

Bilaga 3

1.1 Incitament till att ta större risker – ett exempel

Antag att ett företag med låg soliditet överväger två projekt där det ena utesluter det andra. Det ena projektet är förknippat med hög risk och det andra med låg risk. Det finns två lika sannolika utgångar, recession eller högkonjunktur. Vi en eventuell recession kommer det ena projektet vara nära att leda företaget i konkurs medan det andra projektet leder företaget i konkurs. Kassaflödena från lågriskprojektet ser ut enligt följande:

Värdet på hela företaget om lågriskprojektet väljs

	Sannolikhet	Värdet på företaget	=	Eget Kapital	+	Skulder
Recession	0,5	1,000,000	=	0	+	1,000,000
Högkonjunktur	0,5	2,000,000	=	1,000,000	+	1,000,000

Om en recession inträffar kommer företagets värde uppgå till 1 000 000 medan det i en högkonjunktur kommer att uppgå till 2 000 000. Företagets förväntade värde kommer att vara 1 500 000 ($0,5 \cdot 1\,000\,000 + 0,5 \cdot 2\,000\,000$). Företaget har lovat att betala långivarna 1 000 000. Aktieägarna kommer att erhålla skillnaden mellan den totala utbetalningen och det belopp som långivarna erhåller. Långgivarnas fordran på företaget har alltså företrädesrätt samtidigt som aktieägarna endast har residual fordran på det egna kapitalet. Antag nu att ett mer riskabelt projekt ersätter det mindre riskfyllda projektet. Utbetalningar ock sannolikheter illustreras nedan:

Värdet på hela företaget om högriskprojektet väljs

	Sannolikhet	Värdet på företaget	=	Eget Kapital	+	Skulder
Recession	0,5	500,000	=	0	+	500,000
Högkonjunktur	0,5	2,400,000	=	1,400,000	+	1,000,000

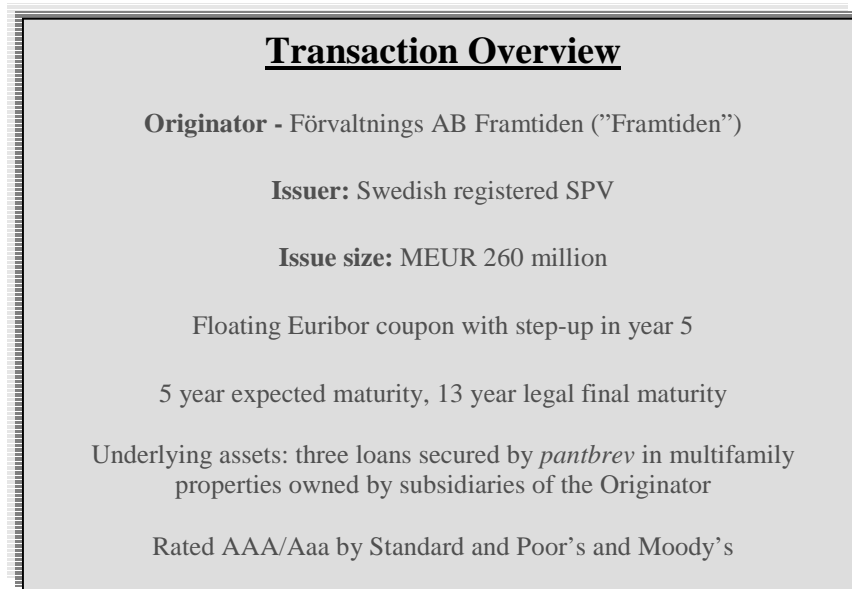
Företagets förväntade värde är nu 1 450 000 ($0,5 \cdot 500\,000 + 0,5 \cdot 2\,400\,000$), vilket är lägre än det förväntade värdet på företaget med lågriskprojektet. Således kommer lågriskprojektet att accepteras om företaget uteslutande varit finansierat med eget kapital. Det bör dock noteras att det förväntade värdet är 700 000 ($0,5 \cdot 0 + 0,5 \cdot 2\,400\,000$) med högriskprojektet, men det endast är 500 000 ($0,5 \cdot 0 + 0,5 \cdot 1\,000\,000$) med lågriskprojektet. Givet företagets nuvarande låga soliditet kommer aktieägarna att välja högriskprojektet. Huvudpoängen här är att högriskprojektet ökar företagets värde under en högkonjunktur och minskar det under recession relativt lågriskprojektet. Det ökade värdet tillfaller aktieägarna eftersom långivarna erhåller full betalning (1 000 000) oavsett vilket projekt som accepteras. Omvänt är långivarna förlorarna då värdet sjunker vid en recession eftersom de erhåller full betalning med lågriskprojektet medan de endast erhåller 500 000 med högriskalternativet. Hursomhelst kommer aktieägarna inte att erhålla något vid en recession, oavsett om hög- eller lågriskprojektet väljs. Finansiella ekonomer argumenterar sålunda att aktieägarna exproprierar värde från långivarna genom att välja högriskprojekt.

1.2 Incitament till underinvestering

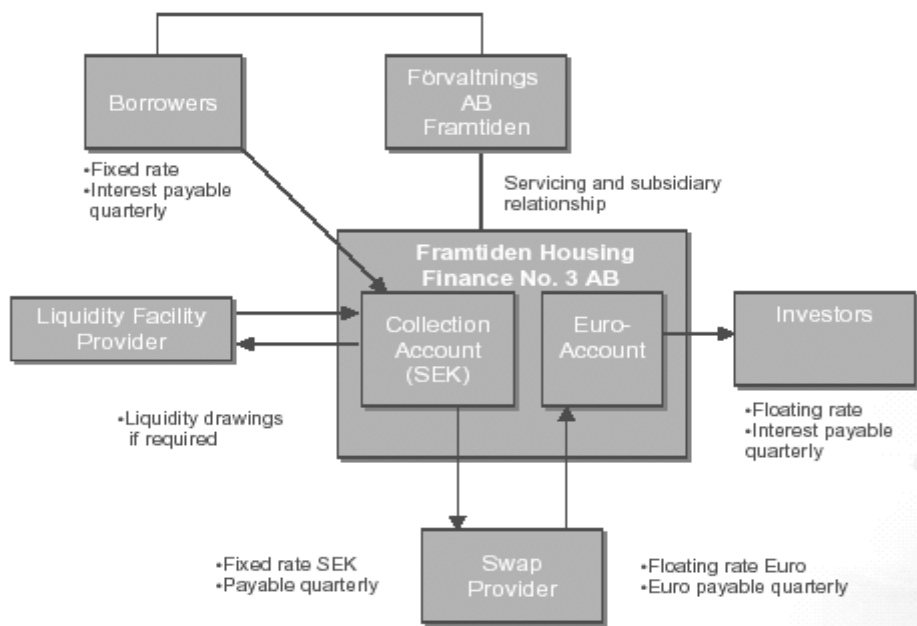
Aktieägarna i ett företag som befinner sig på konkursens brant finner ofta att nya investeringar hjälper långivarna på deras egen bekostnad. Även denna strategi formaliseras enklast med hjälp av ett enkelt exempel. Antag att en situation föreligger då t.ex. en fastighetsägare står inför en nära förstående konkurs. Om fastighetsägaren använde 1 000 000 kronor ur egen ficka för att renovera fastigheten skulle dess värde kunna öka med uppskattningsvis 1 500 000 kronor. Även om denna investering har ett positivt nuvärde kommer ägaren inte att genomföra den om inte det ökade värdet kan förhindra en konkurs. ”Varför”, frågar han sig, ”skall jag använda mina egna besparingar för att förbättra värdet på fastigheten som banken snart kommer att lägga beslag på”. Resonemanget i den första strategin är liknande diskussionen i denna strategi. I båda fallen är investeringsstrategin för företaget med låg soliditet annorlunda än för ett företag med hög soliditet.

Bilaga 4

Framtiden Residential Housing Finance No. 3 (publ).



Transaction Structure



Källa: SEB Merchant Banking

Bilaga 5

Utdrag ur FFFS 2001:7, 2 Kapitlet, Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd om värdepapperisering.

För att uppnå en ren risköverföring skall bestämmelserna i 3–9 §§ iakttas.

3 § Originatorn får inte äga aktier eller andelar i specialföretaget eller på annat sätt ha ett väsentligt inflytande över specialföretaget.

Allmänna råd

Att originatorn har utsett en minoritet av styrelsen i specialföretaget innebär vanligen inte att originatorn anses ha väsentligt inflytande över specialföretaget.

4 § Originatorns namn får inte ingå i specialföretagets namn och specialföretagets namn får inte på annat sätt ge intryck av att det finns ett samband mellan originatorn och specialföretaget.

5 § Originatorn får inte inneha värdepapper emitterade av specialföretaget eller bidra till finansieringen av specialföretaget på annat sätt än genom en kreditförstärkning.

Originatorn får dock inneha värdepapper emitterade av specialföretaget när dessa värdepapper tjänar som kreditförstärkning eller innehas som ett led i originatorns roll som market-maker.

För att originator skall få agera market-maker avseende värdepapper utgivna av ett specialföretag till vilket originatorn sålt tillgångar, krävs Finansinspektionens medgivande.

6 § Om originatorn har medverkat till finansieringen av specialföretaget genom att lämna en kreditförstärkning skall originatorn räkna av det redovisade värdet av kreditförstärkningen från summan av det primära och det supplementära kapitalet.

En originator får endast lämna en kreditförstärkning innan eller i samband med att tillgångarna överläts till specialföretaget.

Allmänna råd

En originator anses ha lämnat en kreditförstärkning till ett specialföretag om

– originatorn har en fordran eller rättighet mot specialföretaget och värdet av en sådan fordran eller rättighet i något väsentligt avseende är beroende av om specialföretagets tillgångar lämnar avkastning fullt ut i enlighet med vad som förutsatts vid förvärvet, eller

– originatorn har en skyldighet att lämna någon form av tillskott, vars återbetalning är beroende av att tillgångarna lämnar full avkastning.

Exempel på åtaganden som kan utgöra kreditförstärkning är

– att originatorn bidrar till specialföretagets finansiering genom en efterställd fordran,
– att originatorn lämnar en utfästelse om att ersätta sådana fordringar bland specialföretagets tillgångar som visar sig bli oreglerade,

– att originatorn har rätt till det ekonomiska överskott som förväntas uppkomma i specialföretagets verksamhet, men där initialt uppkomna överskottsbelopp står kvar som en form av riskbärande kapital i specialföretaget (spread account), och

– att originatorn lämnar utfästelse om att tillhandahålla likviditet till specialföretaget, utan förbehåll för att detta endast skall ske på marknadsmässiga villkor och utan förhöjd risk för originatorn.

7 § Originatorn får inte ingå avtal med specialföretaget i syfte att överföra kreditrisk från specialföretaget till originatorn, utom i form av en kreditförstärkning.

8 § Originatorn får inte ha en förpliktelse att köpa tillbaka sådana tillgångar som vid tidpunkten för överlåtelsen uppfyllde de avtalade kraven för att ingå i överlåtelsen.

9 § Originatorn får inte inneha en rättighet att köpa tillbaka tillgångar från specialföretaget i andra fall än de som anges i andra stycket.