



**EKONOMI  
HÖGSKOLAN**  
Lunds universitet

Företagsekonomiska  
Institutionen

# Förutsättningar för en ökad värdepapperisering i Sverige

**Författare:**

Henrik Bootz  
Per Ewert  
Johan Frost

**Handledare:**

Hossein Asgharian  
Tore Eriksson

## Sammanfattning

<b>Titel</b>	Förutsättningar för en ökad värdepapperisering i Sverige
<b>Seminariedatum</b>	15 januari 2003
<b>Uppsatsämne</b>	Kandidatuppsats i finansiering, Företagsekonomiska institutionen, Ekonomihögskolan vid Lunds Universitet
<b>Handledare</b>	Hossein Asgharian, Tore Eriksson
<b>Nyckelord</b>	Värdepapperisering, SPV, Securitisation, Rating, Kapitaltäckningskrav
<b>Syfte:</b>	Att klarlägga de grundläggande förutsättningarna för en ökad värdepapperisering i Sverige.
<b>Metod:</b>	Vi har genomfört fyra kvalitativa intervjuer med experter inom området. Där har vi skaffat oss grundläggande kunskaper och fångat deras åsikter om de svenska förutsättningarna för värdepapperisering i Sverige. Empirin kommer i vissa delar även komplettera teorin då den ej varit fullständig. Sekundär data är framtagna för att utveckla referensramar kring centrala begrepp.
<b>Slutsats:</b>	Resultatet av empirin och teorin visar att förutsättningarna finns i Sverige. Dock finns det vissa hinder som utgörs av juridiktion, kunskap, intresse och en liten inhemsk marknad för företagsobligationer.

## **Förord**

Värdepapperisering är ett stort och komplext ämne. Vi upptäckte fler och fler intressanta aspekter under resans gång. Att studera och forska om denna relativt nya finansieringsform fann vi mycket stimulerande och utmanande då vår bakgrundskunskap var begränsad till de traditionella formerna av finansiering.

Efter skrivandet av denna uppsats vill vi rikta ett stort tack till expertpanelen som tog sig tid att träffa och hjälpa oss i ett kallt, snöigt men välkomnande Stockholm. Utan dessa personer hade uppsatsen ej gått att genomföra. Vi tackar även handledarna Hossein Asgharian och Tore Eriksson.

Henrik Bootz

Per Ewert

Johan Frost

## Innehållsförteckning

<b>1 INLEDNING .....</b>	<b>6</b>
1.1 BAKGRUND .....	6
1.2 PROBLEMDISKUSSION .....	6
1.3 SYFTE.....	7
1.4 AVGRÄNSNINGAR .....	7
1.5 MÅLGRUPP .....	8
<b>1.6 DISPOSITION .....</b>	<b>8</b>
<b>2. METOD .....</b>	<b>10</b>
2.1 VETENSKAPLIGT ANGREPPSSÄTT .....	10
2.2 RAMBETINGELSER .....	11
2.3 FORSKNINGSPROCESSEN .....	11
2.4 DOKUMENTSTUDIER.....	11
2.5 INTERVJUTEKNIK .....	11
2.5.1 Urval av experter .....	12
2.5.2 Bortfall.....	12
2.6 UTREDNINGSPROCESSEN .....	12
2.7 KÄLLGRANSKNING.....	13
2.7.1 Observation .....	13
2.7.2 Ursprung .....	13
2.7.3 Tolkning .....	13
2.7.4 Användbarhet.....	13
2.8 KÄLLKRITIK.....	13
2.8.1 Sekundär källkritik .....	14
2.8.2 Primär källkritik.....	14
<b>3. TEORI .....</b>	<b>15</b>
3.1 SNARLIKA FINANSIELLA KONSTRUKTIONER .....	15
3.1.1 Factoring.....	15
3.1.2 Sale and lease-back.....	15
3.2 VÄRDEPAPPERISERING – SECURITISATION.....	15
3.2.1 Parterna.....	17
3.2.2 Kreditförstärkningar .....	20
3.2.3 Externa kreditförstärkningar.....	21
3.3 MODELLER FÖR MORTGAGE BACKED SECURITIES .....	22
3.3.1 Anglo-Saxon Model .....	22
3.3.2 Germanska modellen .....	23
3.4 CONDUIT – KORTSIKTIGA VÄRDEPAPPERISERINGAR .....	24
3.5 REDOVISNING AV VÄRDEPAPPERISERING.....	25
3.6 FÖRDELAR OCH NACKDELAR MED VÄRDEPAPPERISERING.....	26
3.6.1 Fördelar.....	26
3.6.2 Nackdelar .....	27
3.7 HISTORISK UTVECKLING AV VÄRDEPAPPERISERING .....	28
3.7.1 USA.....	28
3.7.2 Europa .....	30
3.8 VARFÖR ÄR VÄRDEPAPPERISERING VANLIGARE UTOMLANDS? .....	30
3.9 UTVECKLING I SVERIGE .....	30
3.9.1 Värdepapperiseringar gjorda i Sverige.....	31
<b>4. FAKTORER SOM PÅVERKAR VÄRDEPAPPERISERINGEN .....</b>	<b>32</b>
4.1 LAGSTIFTNING .....	32
4.1.1 Skattemässiga aspekter .....	32

- Förutsättningar för en ökad värdepapperisering i Sverige -  
Henrik Bootz, Per Ewert & Johan Frost

---

4.1.2 Cayman Islands och Guernsey .....	33
4.1.3 Kapitalkrävningsskrav .....	34
4.2 BASEL 2.....	35
4.2.1 Basel 2 och värdepapperisering .....	35
4.3 RATING .....	36
4.4 EMU: GER NYA FÖRUTSÄTTNINGAR FÖR VÄRDEPAPPERISERING .....	38
4.4.1 Mindre volym i Europa jämfört med USA .....	38
4.4.2 Gemensam valuta.....	39
<b>5. FALLSTUDIER.....</b>	<b>41</b>
5.1 FRAMTIDEN FALLSTUDIE .....	41
5.1.1 Bakgrund.....	41
5.1.2 Tid för genomförande .....	41
5.1.3 Rating .....	41
5.1.4 Struktur .....	43
5.1.5 Investerare.....	44
5.1.6 Originatorn.....	44
5.2 FARMS FALLSTUDIE .....	44
5.2.1 Bakgrund.....	44
5.2.2 Rating .....	45
5.2.3 Strukturen .....	46
5.2.4 Styrkor och svaghet i Farms .....	47
<b>6. INTERVJUER EMPIRI.....</b>	<b>48</b>
6.1 VÄRDEPAPPERISERING .....	48
6.1.1 Genomförandet.....	50
6.2 LAGSTIFTNING .....	50
6.2.1 Redovisning av SPV.....	50
6.2.2 True sale.....	52
6.2.3 Kapitalkrävningsskrav .....	52
6.3 EMU IMPLIKATIONER .....	53
6.4 INTRESSE OCH KUNSKAP .....	54
6.4.1 Vilka är investerarna .....	54
6.4.2 Konkurrensen i Sverige .....	54
6.5 RATING .....	55
<b>7. ANALYS.....</b>	<b>57</b>
7.1 EKONOMISKA FÖRUTSÄTTNINGAR .....	57
7.1.1 Fördelar.....	57
7.1.2 Nackdelar .....	58
7.2 LAGSTIFTNING .....	58
7.3 KULTUR .....	59
7.4 OMVÄRLDEN.....	60
7.4.1 Marknad och EMU .....	60
<b>8. SLUTSATSER OCH FÖRSLAG TILL VIDARE FORSKNING.....</b>	<b>62</b>
8.1 EKONOMISKA FÖRUTSÄTTNINGARNA.....	62
8.2 LAGSTIFTNING .....	62
8.3 OMVÄRLDSFAKTORER .....	62
8.4 KULTUR .....	63
8.5 FRAMTIDA FORSKNINGSSOMRÅDEN.....	63
<b>KÄLLFÖRTECKNING .....</b>	<b>64</b>
<b>BILAGA 1 - FRÅGEFORMULÄR.....</b>	<b>68</b>
<b>BILAGA 2 - ORDLISTA.....</b>	<b>69</b>

## 1 Inledning

*I detta inledande kapitel behandlas underlaget för uppsatsen, så som bakgrund till vårt ämne val, syfte, problemdiskussion, avgränsningar, målgrupp och disposition.*

### 1.1 Bakgrund

Vi fick upp ögonen för värdepapperisering efter att en av uppsatsförfattarna läst om ämnet inom en kurs i finansiering under en utbytestermin i Paris. Dessutom kom vi över en artikel i fransk dagspress som menade att expertisen i Frankrike var lika liten som klass av professionella fotbollsspelare under fotbolls VM 2002. Således drog de sedan slutsatsen att experter inom ämnet hade god en framtid framför sig.

Metoden värdepapperisering är dessutom i Sverige fortfarande ett ganska okänt begrepp inom företagsvärlden, men i och med en ökad globalisering, genom teknologiska gränsöverskridande samt företagsförvärv ter sig processen än mer intressant. En ökad differentiering av risker ter sig mer och mer nödvändig när de finansiella kasten kommer allt fortare och kraftigare. Företagen har också genom ökad kunskap och Internet nu en helt ny möjlighet att hitta en finansieringsform som just passar just deras specifika tillgång.

Värdepapperisering innebär förenklat att en tillgångs framtida kassaflöden säljs för att omvandlas till värdepapper. Teoretiskt borde alla tillgångar som kommer att avkasta ett framtida kassaflöde kunna värdepapperiseras.<sup>1</sup> Det är detta som gör värdepapperisering så intressant anser vi. Det är lätt att fantisera om potentialen av användningsområdena för värdepapperisering. Ett företag skulle t.ex. kunna värdepapperisera ett patent och låta investerarna få avkastning från det framtida kassaflöde som genereras från patentet. Då skulle värdepapperisering kunna fungera som ett sorts riskkapitalanskaffning för nystartade företag och som ett substitut till aktier för investerare. Verkligheten ser dock annorlunda ut och det är väldigt få tillgångsslag som värdepapperiserats i Sverige. I Sverige har för närvarande fyra olika tillgångsslag värdepapperiserats, dessa är kundfordringar, leasingfordringar, bolån och fastigheter.<sup>2</sup> I USA har det dock genomförts värdepapperiseringar av mindre likvida tillgångsslag och värdepapperisering är där en vanligt förekommande finansieringsform. Många har sedan 80-talet förutspått en snar explosion av värdepapperisering, men någon raketutveckling har ännu inte ägt rum i Sverige.<sup>3</sup> Det är många faktorer som påverkar utvecklingen, såsom lagstiftning, redovisningsregler, företags kunskap om värdepapperisering, tillgängligheten och räntan på banklån, riskhantering, förenkling av processen m.m..

### 1.2 Problemdiskussion

Givet det att värdepapperiseringen är en stor företeelse i USA kan man fråga sig varför metoden ej används lika flitigt i Europa och i Sverige. I takt med en ökad globalisering och en stor integrerad marknad i Europa borde metoden ha fått ett ökat utrymme vilket ej varit fallet.

---

<sup>1</sup> Intervju Erik Gärdén, 2002-12-02

<sup>2</sup> Ibid

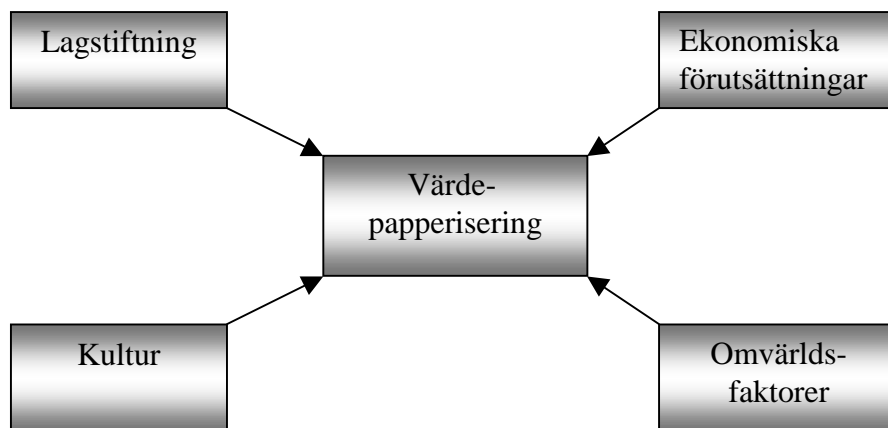
<sup>3</sup> Affärsvärlden, Nu går starten för värdepapperisering, 1994-06-08

Vad är det som har hindrat den svenska utvecklingen och varför har svenska företag ej anammat metoden som sina gelikar i USA?

Lagar, redovisningspraxis, historia, kultur m.m. skiljer sig åt från land till land. Hur påverkar detta utvecklingen av nya finansieringstekniker? Framväxten av en global finansmarknad gör dessutom transparensen större i så väl Europa som Sverige och skyndar på så vis fram nya teknologiska lösningar för ett mer och mer rörligt kapital.

EMU ger oss en större frihet men gör oss också på samma gång mer utsatta för makroekonomiska chocker. EMU kommer även att påverka vår vardag med en ny valuta och ge företagen större möjligheter för intressanta finansieringslösningar, utan olika tids och kostnadsintensiva valutasäkringar. Vilka implikationer får EMU för värdepapperiseringen i Sverige?

Nedan visar vi en figur med fyra faktorer som vi tror kommer att påverka värdepapperiseringen utveckling i Sverige. I uppsatsen kommer vi försöka att hålla oss inom ramen för denna och diskutera vår synvinkel utifrån den.



*Figur 1: Faktorer som påverkar som kan påverka värdepapperisering i Sverige. Källa: Egen*

### 1.3 Syfte

Att genom problemställningen ovan kunna klargöra och ge en kritisk analys av de grundläggande förutsättningarna för en ökad värdepapperisering i Sverige.

### 1.4 Avgränsningar

Då ämnet omfattar många begrepp som är nära besläktade med värdepapperisering har vi tvingats att utelämna ett flertal av dessa. Vi koncentrerar oss därför främst på de begrepp som ligger till grund enligt vår hypotes till en ökad värdepapperisering i Sverige.

Ordet värdepapperisering har många betydelser. Grundbetydelsen för värdepapperisering innefattar alla former av finansiering på värdepappersmarknaden. Uppsatsen innefattar bara den betydelse av värdepapperisering som avses när ett företag säljer en viss tillgångsmassa

från sin tillgångsstock och det emitteras räntebärande värdepapper med framtida kassaflöden från tillgången som säkerhet.

Vi har valt att ta upp värdepapperisering ur originatorns perspektiv. Investerarens perspektiv berörs inte i samma utsträckning. Vi valde att göra denna avgränsning eftersom vi anser att originatorns perspektiv är viktigast för att analysera värdepapperiseringens förutsättningar i Sverige. Dessutom befinner sig investerarna och själva marknaden för värdepapperiserade instrument i USA och i Europa, vilket gör det svårt för oss att komma i kontakt med dem. Uppsatsen tar inte heller upp värdepapperisering och dess olika bakomliggande teorier som kapitalstruktur och agent-teorin m.m.

Uppsatsen analyserar inte de olika tillgångslagen som värdepapperiserats eller skulle kunna värdepapperiseras på grund av att vi anser detta ligga utanför syftet. Vi kommer inte heller att beröra conduit-marknaden då den är ytterst liten och begränsad i Sverige.

Uppsatsen berör inte värdepapperiseringens värdeskapande effekter. d.v.s. vi belyser inte lönsamheten av en värdepapperisering och vilka värden processen potentiellt skulle kunna skapa för aktieägarna.

## 1.5 Målgrupp

Uppsatsen vänder sig till ekonomistudenter med finansiering eller finansiellekonomi på motsvarande C-nivå. Den riktar sig även till beslutsfattare inom svenskt näringsliv som söker alternativa finansieringslösningar för sitt företag.

## 1.6 Disposition

**Kapitel 1:** I detta inledande kapitel behandlas underlaget för uppsatsen, så som bakgrund till ämnesval, syfte, problemformulering, avgränsningar målgrupp och disposition.

**Kapitel 2:** Här kommer vårt angreppssätt för att undersöka det problemområde vi valt att presenteras och motiveras. Vi redovisar även praktiskt hur vi gått till väga vid insamling av primär och sekundär data. Till sist diskuteras även kritik av källor både sekundär och primär.

**Kapitel 3:** Under denna rubrik presenteras det praktiska förfarandet vid värdepapperisering. Processen beskrivs även utifrån ett samhällsvetenskapligt perspektiv och hur den har utvecklats i Europa och Sverige. Teorin har valts ut med hänsyn tagen till relevans för syftet som utgör grunden för den kommande analysen. Kapitlet innehåller även en kortare analys för redskapet värdepapperisering för att komplettera kapitlet då detta i sig kan utgöra bra utbildningsmaterial om värdepapperisering.

**Kapitel 4:** Innehåller de faktorer som kan komma att påverka värdepapperiseringen utifrån ett teoretiskt perspektiv.

**Kapitel 5:** I följande kapitel ges två fallstudier av värdepapperiseringar som genomförts i Sverige. Detta för att ge en mer praktisk innebörd av värdepapperisering.



**Kapitel 6:** Sammanfattar det som vi kommit fram till vid de empiriska intervjuerna. För att framställningen skall komma fram tydligt utgår vi i så stor utsträckning som möjligt från frågeställningar som i teorikapitlena.

**Kapitel 7:** I kapitlet görs en analys av teorin och empirin.

**Kapitel 8:** Här presenteras våra slutsatser och de möjliga framtida forskningsområden som hade varit intressanta att belysa.

## 2. Metod

*En metod är ett redskap, ett sätt att lösa problem och komma fram till ny kunskap. Allt som kan bidra till att uppnå dessa mål är metod.<sup>4</sup>*

*I detta kapitel kommer vårt angreppssätt för att undersöka det problemområde vi valt att presenteras och motiveras. Vi redovisar även hur vi praktiskt gått till väga vid insamling av primär och sekundärdata. Till sist diskuteras kritik av källor.*

### 2.1 Vetenskapligt angreppssätt

Denna uppsats berör värdepapperisering som ett finansiellt instrument. Bakomliggande förutsättningar kommer därför att beskrivas och ligga som grund för vår forskning.

Kvalitativ forskningsmetod innebär att man gör en djupdykning i det som skall undersökas vid intresse av en enskild företeelse och dess säregenhet. Den kvalitativa metodens utmärkande drag är att man vill undersöka en företeelse på djupet genom att få riklig information om ett fåtal undersökningsenheter. Resultatet av undersökningen skall återge och beskriva verkligheten, samt ge förståelse och en helhetsbild av objektet.<sup>5</sup> Undersökningen kan genomföras med djupintervju med en intervjumall utan specifika frågor eller svarsalternativ. Metoden skapar en närkontakt mellan forskare och forskningsobjekt som ger en bra uppfattning om undersökningsenhetens egenskaper och speciella karaktärsdrag.

Styrkan i den kvalitativa intervjumetoden ligger i att undersökningssituationen liknar en vardaglig situation och ett vanligt samtal. Forskaren som skall göra intervjun för bara samtalet framåt och in på rätt spår så att den intervjuade personen inte skall påverkas av intervjuaren eller något annat.<sup>6</sup>

Vårt val av kvalitativ metod grundar sig i vår problemformulering. Anledningen till att kvalitativa intervjuer lämpar sig bäst i vår uppsats är möjligheten att få så mycket information som möjligt ut av vår kontakt med fallföretagen. Vi har också, så långt det går, intervjuat personer på fallföretagen för att få en bredare informationsgrund att stå på. Våra kvalitativa intervjuer genomfördes i Stockholm då expertisen inte finns i närheten av Lund.

---

<sup>4</sup> Holme M, Solvang B, Forskningsmetodik, 1997

<sup>5</sup> Ibid, s 79

<sup>6</sup> Patel R, Davidson B, Forskningsmetodikens grunder, 1998

## 2.2 Rambetingelser

För att beskriva uppsatsarbetets omfattning är det bra att definiera sina avgränsningar inom rambetingelserna. Våra rambetingelser består av resurserna; tid, kontaktpersoner, ekonomiska medel och kunskap.

**Tid:** Kandidatuppsatsarbetet pågår som helhet under tio veckor. Vi satte upp en tidsplan för att kunna dela upp och effektivisera uppsatsarbetet. Vi har begränsat litteratursökning och kontaktetablering med intervjurespondenter till fem veckor.

**Kontaktpersoner:** Eftersom värdepapperisering är relativt nytt och okänt i Sverige ansåg vi det mycket viktigt att etablera kontakt med personer med kunskap om ämnet. Vi har begränsat oss till att söka kontaktpersoner inom Sverige. Vi har lyckats etablera kontakt med respondenter i Stockholm. Vi anser dock att det hade varit intressant att även etablera kontakt med intervjurespondenter utanför Sverige för att lättare göra en bedömning av den svenska framtida utvecklingen.

**Ekonomiska medel:** Eftersom personliga intervjuer med respondenter var viktiga för framskridandet av uppsatsarbetet reste vi till Stockholm där vi gjorde fyra personliga intervjuer. Vår ringa ekonomi gjorde det tyvärr inte möjligt att söka oss längre ut i Europa än så. Vi begränsade oss till att söka litteratur på svenska bibliotek och via Internet vilket vi ansåg fullt tillräckligt.

## 2.3 Forskningsprocessen

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

## 2.4 Dokumentstudier

Med dokumentstudier menas traditionellt sådan litteratur eller tryck som är nedskriven på papper. Då ämnet är väldigt nytt och oftast presenteras digitalt menar vi här att dokumentstudier är en kombination av tryckt litteratur, rapporter m.m. samt även dokument från Internet.

Dokument som berörs i studien har ofta en mer internationell koppling än specifikt till problemställningen i Sverige. Stor del av de internationella dokument vi använder oss av finns att finna på hemsidan [www.securitization.net](http://www.securitization.net) som är en portal och forum för värdepapperisering.

## 2.5 Intervjuteknik

Vid intervjuer har vi fokuserat vid att hålla det hela som en diskussion med respondenten för att inte missa viktiga fakta som kan finnas utanför en viss frågeställning. Ett färdigt

frågeformulär skickades till respondenterna en vecka före intervjun för att belysa de frågor vi var intresserade av. Frågeformuläret var en enkät med öppna frågor.<sup>7</sup>

Då vårt syfte med vår forskningsprocess var att skaffa oss en grundläggande kunskap om ämnet föll sig en låg grad av strukturering naturlig.<sup>8</sup> Intervjuerna liknade informella samtal.

### 2.5.1 Urval av experter

Urvalet av experter inom området har gjorts med hänsyn till deras geografiska belägenhet då personliga möten prioriterades. Sverige har här varit en geografisk ram. Personer som tidigare medverkat vid värdepapperiseringar och annan expertis inom detta specifika område har prioriterats. De respondenter som personligen har kontaktats är:

#### Personliga intervjuer:

- *Katarina Engborg*, Debt Capital Market, SEB Merchant Banking.
- *Ted Karlsson*, Vice President, Debt Capital Market, Swedbank.
- *Henrik Jonasson*, Analyst, Export & Project Finance, Swedbank.
- *Per Tysk*, Vice President, Head of Asset Securitisation, Handelsbanken Trading.
- *Erik Gärdén*, Corporate & Structured Finance, Öhman.

Utöver dessa har ett stort antal telefonintervjuer också gjorts som varit till stor hjälp för uppsatsen. Däribland kan vi nämna; Percy Bargholtz på Finansinspektionen, Jan Buissman på Örhlings PriceWaterhouse Coopers och Kersti Lord på Deloitte & Touche.

### 2.5.2 Bortfall

Vår ambition med intervjuerna var att få minst tre stycken personliga intervjuer med Sveriges främsta expertis inom ämnet. Utfallet med fyra oberoende intervjukällor får därför anses vara ett mycket gott resultat.

Att däremot få tag på investerare i en värdepapperiseringsprocess var mycket svårt och blev aldrig möjligt. Dels på grund utav att majoriteten av investerare är utländska samt banksekretessen d.v.s. att banker inte lämnar ut information om vilka investerare som varit medverkande.

## 2.6 Utredningsprocessen

Efter genomförda intervjuer som gav oss en grundläggande kännedom om ämnet. Påbörjades analyser av svar samt ytterligare fördjupningsintervjuer telefonledes med utvalda respondenter sedan den första intervjurundan. Dokumentstudier där högre grad av problemställning försöks besvaras tar vid.

---

<sup>7</sup> Bilaga 1

<sup>8</sup> Patel R, Davidson B, Forskningsmetodikens grunder, s 62, 1998

## 2.7 Källgranskning

Vi har kritiskt granskat våra källor enligt följande fyra faser.<sup>9</sup>

- Observation
- Ursprung
- Tolkning
- Användbarhet

### 2.7.1 Observation

För att ge så klar bild av värdepapperisering som möjligt har vi arbetat med dokument på olika språk och från olika källor.

### 2.7.2 Ursprung

För att värdera pålitligheten i källorna har vi lagt störst vikt vid, t.ex. intervjuerna som har genomförts med expertis inom området. Respondenterna tillhör samma sida av värdepapperiseringsprocessen och konkurrerar med varandra. Tidigare skrivna uppsatser inom värdepapperisering har använts som viss bakgrundsinformation.

Dokument som är äldre än 1995 har p.g.a. värdepapperiseringens utveckling försökts att undvikas i möjligaste mån.

### 2.7.3 Tolkning

Då värdepapperisering är ett förhållandevis nytt begrepp för oss, existerar inga värderingar som inför skrivandet. Vi anser därför att vi har tolkat dokument och intervjuer objektivt. Att stor del av dokumenten härrör från olika delar av värdepapperiseringsprocessen, t.ex. banker, värderingsinstitut, revisionsbyråer m.m. har lett till att vi har varit uppmärksamma på att källorna belyser "sin vinkling" av ämnet. Dokument härrörande från regering och oberoende organisationer har vi ansett vara mer pålitliga än de härrörande från vinstdrivande företag.

### 2.7.4 Användbarhet

Genom att jämföra olika källor har vi uppnått större trovärdighet. När vi funnit överensstämmelse mellan oberoende källor har vi värderat dess trovärdighet högre.

## 2.8 Källkritik

Vid undersökningar och forskning jämför forskare alltid sina egna iakttagelser av verkligheten med data om detsamma - teorin ställs mot empirin. Alla källor såsom intervju, statistik och sekundärdata i forskningen skall granskas kritiskt. Syftet med källkritik är att författarna skall påminnas att använda sig av material som har validitet, relevans och reliabilitet för att resultatet av undersökningen skall bli pålitligt.<sup>10</sup>

---

<sup>9</sup> Holme M, Solvang B, Forskningsmetodik, 1997

<sup>10</sup> Patel R, Davidson B, Forskningsmetodikens grunder, 1998

### **2.8.1 Sekundär källkritik**

Det sekundära materialet vi använt oss av, i synnerhet artiklar, bygger i stor utsträckning på varandra. Många författare och forskare refererar frekvent till sina kollegor och till övriga teorier som finns inom ämnet. Våra källor innehåller ofta en mängd olika teorier som sammansatts till en författares urval. Detta har gjort att vi varit beroendekritiska i urvalet av artiklar.

Det finns källkritiska kriterier för att bedöma och granska materialet, exempelvis; samtidskrav, tendenskritik och beroendekritik. Ambitionen har varit att ta detta i beaktande under arbetets hela gång.<sup>11</sup>

### **2.8.2 Primär källkritik**

I våra djupintervjuer har vi, som samtalets ledare, i största utsträckning försökt att inte påverka informationen vi fått av intervjupersonerna. Vi är dock väl medvetna om att det är omöjligt att inte ha någon påverkan på deras berättelse. De intervjuade har en aktiv roll i arbetet kring värdepapperiseringsprocessen på sina respektive företag, vilket kan färga deras svar. För att undvika denna negativa effekt har vi i valda fall utfört intervjuer med en tredje part. Vi har till exempel intervjuat flera personer angående samma företags berättelse för att få en objektiv inblick. Dessutom har vi varit i kontakt med revisorer och granskare som inte har samma intresse. Urvalet har därmed varit godtagbart ur ett tendenskritiskt perspektiv.

Att dessa källor även fått utgöra grund för valda delar av teorin anser vi vara av relevans för läsaren att känna till då objektiviteten kan kritiseras.

---

<sup>11</sup> Eriksson & Wiedersheim-Paul, Att utreda, forska och rapportera, 1999

### 3. Teori

*I följande kapitel kommer läsaren att få en inblick hur en värdepapperisering fungerar. Modeller i olika länder kommer att belysas för att sedan gå in mer på specifika fördelar och problem. Även effekterna i företagets balansräkning kommer att visualiseras.*

#### 3.1 Snarlika finansiella konstruktioner

Många liknar värdepapperisering vid factoring och "sale and lease-back" förfarande och likheterna finns. Vi beskriver nedan viktiga skillnader mellan de olika förfarandena.

##### 3.1.1 Factoring

Factoring kan ske på ett antal olika sätt. Generellt gäller att företag säljer sina kundfordringar till ett factoringföretag som därefter driver in kundfordringarna.

En värdepapperisering skiljer sig på så sätt att en standardiserad tillgång med en homogen tillgångsmassa på minst ett antal hundra miljoner kronor säljs till ett specialbolag, vid factoring behöver inte tillgångsmassan vara så stor. Vid värdepapperisering används ett specialbolag som enbart är bildat för att ta hand om tillgångarna. Den stora skillnaden mellan factoring och värdepapperisering är alltså bildandet av specialbolaget och att det är en homogen väldefinierad tillgångsmassa istället för små korta betalningsströmmar.

##### 3.1.2 Sale and lease-back

Vid en sale and lease-back transaktion säljer företaget sin tillgång till en investerare för att sedan ingå ett hyresavtal om att direkt hyra tillbaka tillgången. I en "sale and lease-back" transaktion sker två saker.<sup>12</sup>

1. Arrendatorn får pengar från försäljningen av tillgången. Tillgången låses i investerarens balansräkning och intäkten blir på så vis en hyresintäkt.
2. Arrendatorn gör periodvisa leasingbetalningar och behåller därför utnyttjanderätten över tillgången.

En försäljning av tillgången i form av värdepapperisering innebär istället att tillgången transfereras till likvida medel. Tillgångsmassan vid en värdepapperisering är dessutom utspridd på fler ägare vilket medför att investeraren inte löper samma risk som om han stod ensam som ägare till tillgången. En annan skillnad är ratingförfarandet som inte tillämpas i lika stor omfattning vid en sale and lease-back transaktion.

#### 3.2 Värdepapperisering – Securitisation

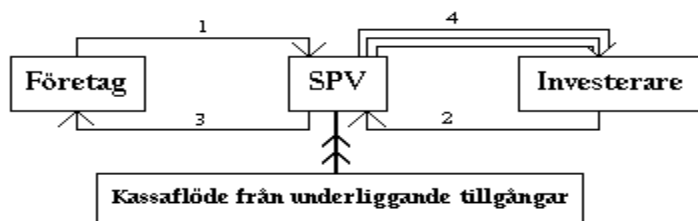
Värdepapperisering är det svenska begreppet för engelskans securitisation vilket förenklat innebär en omvandling av en tillgång till värdepapper. I stort sett alla fordringar går att

---

<sup>12</sup> Corporate Finance, Ross Westerfield, Jaffe, s 622, Irwin, McGraw/Hill 1999

värdepapperisera, fastighetslån d.v.s. lån med panträtter i fastigheter är dock den mest förekommande i Sverige. Andra typer av fordringar såsom kreditkortsulder, lån till bilköp och leasingkulder är en växande marknad.<sup>13</sup>

Här nedan ges en kort beskrivning av hur en värdepapperisering kan fungera.



Figur 2: Enkel skiss bakom värdepapperisering. Källa: Egen

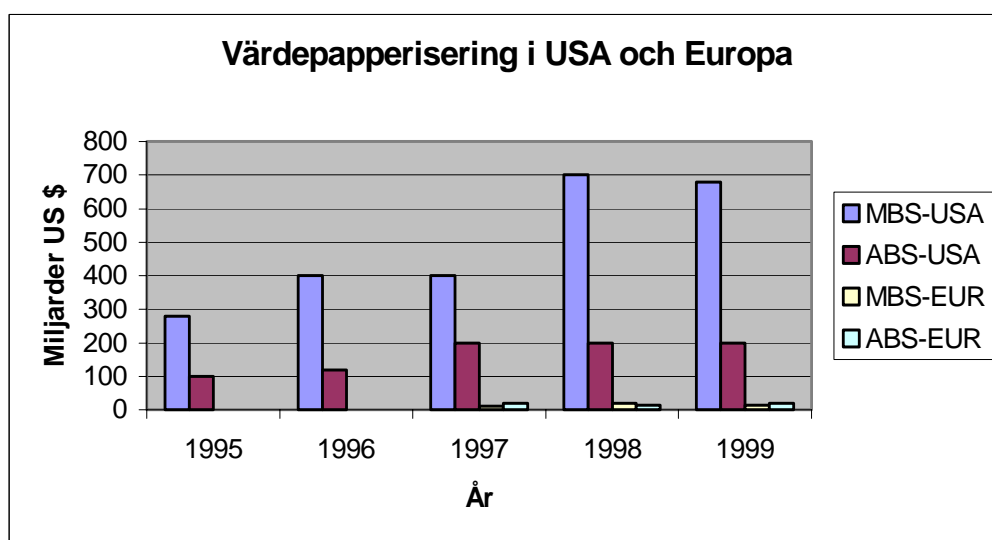
1. Ett företag (originatorn) har en tillgång (t.ex. kundfordringar) som har ett förväntat framtida kassaflöde och säljer dessa till ett SPV: Företaget säljer denna tillgång till ett s.k. SPV (Special Purpose Vehicle). Dessa tillgångar kallas i modellen för de underliggande tillgångarna.
2. SPV:t säljer värdepapper till investerare vars värde grundar sig på det framtida kassaflödet från underliggande tillgångar. SPV:t erhåller betalning från investerarna.
3. Företaget (originatorn) erhåller ersättning från SPV:t
4. Investerarna får periodvis utbetald ränta på sina värdepapper. Kassaflödet som betalar räntan kommer från underliggande tillgångar.

En vanlig kategori värdepapperiserade krediter omfattar bostadslån som kallas *Mortgage Backed Securities (MBS)* och den kategori som baseras på andra tillgångar kallas *Asset Backed Securities (ABS)*. Figuren nedan visar utvecklingen i USA och Europa.

---

<sup>13</sup> Regeringens proposition 2000/01:19 s 9

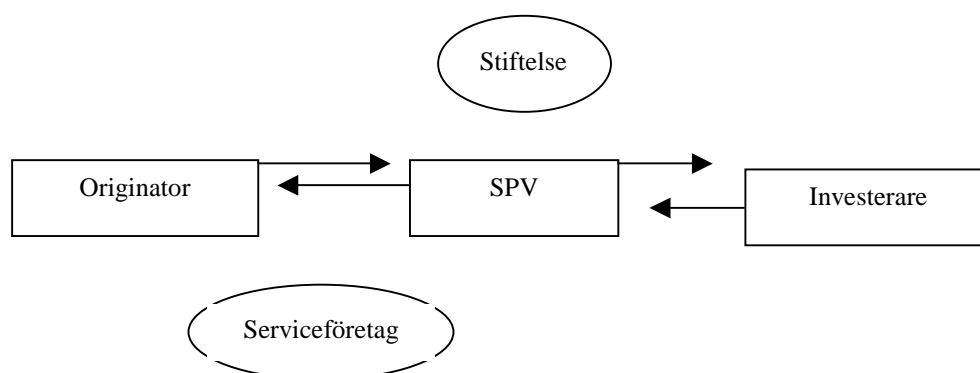




Figur 3: Tillväxten av värdepapperisering i USA och i Europa. Källa: Capital DATA, The Bondmarket Association och Salomon Smith Barney

### 3.2.1 Parterna

Förutom olika experter och konsulter inom området så inkluderar en värdepapperiseringstransaktion fyra viktiga parter. Det säljande företaget, *originatorn*, och det förvärvande företaget, *specialföretaget (SPV)*.<sup>14</sup> Originatorn kan exempelvis vara ett kreditinstitut som värdepapperiserar en del av sin kreditstock eller ett företag som vill omvandla illikvida tillgångar, t.ex. kundfordringar, till likvida tillgångar. Originatorn bildar sedan ett specialföretag vars verksamhet är begränsad till att äga fordringarna och att finansiera fordringarna genom att emittera obligationer eller andra värdepapper på marknaden. Efter att specialföretaget förvärvat fordringarna av originatorn förmedlar det betalningsflödena som fordringarna genererar till investerarna av obligationerna.



Figur 4: Förenklad bild över de olika parterna som deltagar. Källa: Egen

<sup>14</sup> Regeringens proposition 2000/01:19 s 10

### 3.2.1.1 Originator<sup>15</sup>

Originatorn är företaget/institutionen som har en tillgång som den vill värdepapperisera av olika skäl. Det är oftast på originatorns initiativ som en värdepapperisering påbörjas och det är originatorn som står risken vid uppstartning av en värdepapperiseringsprocess.

Originatorn säljer exempelvis en illikvid tillgång till ett specialbolag och erhåller då likvida medel för tillgången.

### 3.2.1.2 SPV – Specialbolag

Detta bolag är kärnan i hela värdepapperiseringsprocessen. Olika benämningar på specialbolaget förekommer idag såsom SPV (Special Purpose Vehicle), SPE (Special Purpose Entity) och SPC (Special Purpose Company).<sup>16</sup> I uppsatsen kommer specialbolaget i fortsättningen benämnas SPV. SPV bildas på uppdrag av originatorn och kan förläggas till olika geografiska områden av juridiska, skattemässiga eller andra skäl. I Sverige är det idag vanligt förekommande att SPV förläggs till Guernsey, Cayman Islands eller USA. Mycket för att det på dessa platser finns erfarenhet av SPV samt att det finns juridiska aspekter som gör det svårt för ett SPV att befinna sig i Sverige.

SPV förvärvar tillgångar av Originatorn och finansierar detta med att ställa ut obligationer till investerare.

Specialbolaget är inget annat än tillgången. Allt administrativt arbete som ska ske i specialbolaget sker oftast av ett serviceföretag som bildas av originatorn. Detta för att inte på något sätt belasta specialbolaget ekonomiskt med något som skulle kunna försämra dess rating.

Ägare av specialbolaget kan inte vara originatorn då detta skulle leda till något som mer skulle kunna liknas vid en koncern. Det är därför av stor vikt att ägarna och styrelsen i SPV inte har någon koppling till originatorn. Detta kan uppnås med bl.a. den engelska benämningen Trustee, vilket kan liknas vid den svenska formen Stiftelse.<sup>17</sup> En Trustee i England får till skillnad från en stiftelse i Sverige bedriva finansiell verksamhet. Just Trustee lösningen som ägare och styrelse är fördelaktigt då detta innebär att specialbolaget inte har möjlighet att ändra ”affärsidé” man är låst till stadgarna som upprättats vid bildandet av Trusteen. Om SPV skulle vara ett aktiebolag skulle ju exempelvis en majoritet av aktieägarna ha möjlighet till att ändra bolagets inriktning vilket skulle kunna innebära att investerarna hade sett det som mindre säkert och höjt risken för en investering.<sup>18</sup>

---

<sup>15</sup> Kravitt Jason, Mayer, Brown & Platt, Introduction to Securitisation, 1998

<sup>16</sup> Ljungfelt Kristoffer, Wijkström Fredrik, (2002), *Värdepapperisering av reala kapitalintensiva tillgångar i Sverige*

<sup>17</sup> Intervju Erik Gärdén 2002-12-02

<sup>18</sup> Intervju Ted Karlsson, Henrik Jonasson, 2002-12-03

### 3.2.1.3 Investorerare

Då det vid en värdepapperisering oftast utfärdas obligationer på löptider om ca 5 år är investeringen långsiktig. Värdepapperiseringarna är mycket stora och kräver investerare med mycket stort kapital. Vanliga investerare är därför försäkringsbolag och pensionsfonder.<sup>19</sup>

Även vid svenska värdepapperiseringar är investerarna till största del amerikanska eller stora internationella bolag.<sup>20</sup>

### 3.2.1.4 Servicebolag

Ett servicebolag bildas för att lösa all administration och service för specialbolaget. Bildandet av servicebolag sker oftast av originatorn om denne nu inte väljer att ha servicefunktionen i moderbolaget.<sup>21</sup> Fördelen med att bilda ett servicebolag är att man inte vill ha någon koppling mellan originatorn och SPV:t.

Att man lägger administration och service för SPV:t utanför i ett separat bolag sker i enlighet med att man inte vill belasta SPV:t med funktioner som skulle kunna drabba ratingen av SPV:t.

### 3.2.1.5 Investmentbanker

Investmentbanker är ofta inblandade i bildandet av en värdepapperiseringsprocess. Investmentbankerna står för kontakten mellan investerare och SPV. Det är inte alltid som investerarna känner till vilket företag som är originator till SPV:t.<sup>22</sup>

I Sverige har bankerna även fått en funktion som informationsspridare, detta då kunskapsnivån om värdepapperisering är mycket dålig både hos investerare och originatorer. Banker har även ofta en direkt inblandning i en värdepapperisering, banken kan då utgöra originator eller investerare.<sup>23</sup>

### 3.2.1.6 Jurister

En värdepapperisering är idag till stor del en juridisk process. Det är därför ett antal jurister inblandad i en värdepapperiseringsprocess.

Rent tekniskt så skulle en värdepapperisering kunna genomföras med endast jurister som utomstående part, bankernas kontakt med investerare gör dock de sistnämnda nödvändiga.<sup>24</sup>

---

<sup>19</sup> Intervju Katarina Engborg, 2002-12-02

<sup>20</sup> Ibid

<sup>21</sup> Kravitt Jason, Mayer, Brown & Platt, Introduction to Securitisation, 1998

<sup>22</sup> Ibid

<sup>23</sup> Finansinspektionens rapport: 2002:8, Riskmätning och kapitalkrav 2.

<sup>24</sup> Intervju Per Tysk, 2002-12-02

### 3.2.2 Kreditförstärkningar<sup>25</sup>

För att kunna attrahera investerare måste ratingen av tillgångarna i SPV:t bli mycket bra. Det förekommer därför att man har kreditförstärkningar för att kunna garantera en viss nivå på SPV:t. Kreditförstärkningen eliminerar därvid några av riskerna vid en värdepapperisering.

Kreditförstärkningen kan ske internt eller externt. Nedan följer en kort beskrivning av de vanligaste förekommande kreditförstärkningarna.

#### 3.2.2.1 Interna kreditförstärkningar<sup>26</sup>

Interna kreditförstärkningar genomförs vanligast av originatorn genom exempelvis subordination, cash deposits och resource agreements.

##### 3.2.2.1 Subordination<sup>27</sup>

Åtgärden innebär att det kassaflöde som genereras av den underliggande tillgången fördelas på olika tranches (ung. obligationsklasser). Olika tranches har olika förmånsvärde, dvs. olika återbetalningsskyldighet till investeraren. Obligationer med högt förmånsvärde har en högre rating p.g.a. av sin högre återbetalningsskyldighet i förhållande till de med lägre förmånsvärde.

Priserna för de olika obligationsklasser som uppstår blir därmed olika. Obligationssklasserna av högsta förmånsvärde benämns senior tranche eller Class A.

Då risken med en obligation med låg klassning innebär en högre risk har dessa högre ränta.

##### 3.2.2.2 Overcollateralisation<sup>28</sup>

Overcollateralisation innebär att SPV:t tillförs eventuell överavkastning på den underliggande tillgångens kassaflöde. Med detta byggs det upp en buffert i SPV:t som kan användas vid likviditetsproblem.

##### 3.2.2.3 Cash Deposits<sup>29</sup>

Istället för att skapa en buffert med hjälp utav överavkastning på den underliggande tillgångens kassaflöde som vid overcollateralisation, kan originatorn redan vid försäljningen av tillgången ställa ut en viss likviditet i SPV:t som får fungera som buffert. Denna buffert fungerar sedan precis som vid overcollateralisation.

---

<sup>25</sup> Gangwani Sunil, Securitisation 101, s 4

<sup>26</sup> FSA Inc, A guide to Insured asset backed-securities, s 10

<sup>27</sup> Ljungfelt Kristoffer, Wijkström Fredrik, Värdepapperisering av reala kapitalintensiva tillgångar, s 37

<sup>28</sup> Gangwani Sunil, Securitisation 101, s 5

<sup>29</sup> Ljungfelt Kristoffer, Wijkström Fredrik, Värdepapperisering av reala kapitalintensiva tillgångar, s 38

#### 3.2.2.4 Resource agreements<sup>30</sup>

För att höja tillgångarna rating kan originatorn redan vid avtalets ingående med investerarna ställa ut en garanti för återbetalning till obligationsinnehavarna.

Dessa fyra interna kreditförstärkningar kan även kombineras på olika sätt för att uppnå en önskad rating.

#### 3.2.3 Externa kreditförstärkningar

Man kan även välja att ha en tredje part förutom investerare och originator. Härvid finns företag som är specialiserade på finansiella garantier. De vanligaste externa kreditförstärkningarna är poolförsäkringar, monolinebolag samt bankgarantier.

##### 3.2.3.1 Poolförsäkringar<sup>31</sup>

Detta innebär att ett försäkringsbolag med minst samma rating som de underliggande tillgångarna i SPV:t, dvs. med minst samma förmånsvärde som de obligationer med lägst förmånsvärde. För investerare är poolförsäkringar ett tveeggat svärd. Dels kan försäkringsbolaget medföra större trovärdighet för transaktionen då detta är vant vid att utvärdera och analysera finansiella risker men samtidigt gör det värdepapperiseringsprocessen osäker då försäkringsbolaget i sig själv kan hamna i obestånd av något utomstående skäl.

##### 3.2.3.2 Monolinebolag<sup>32</sup>

Ett monolinebolag är egentligen ett försäkringsbolag som enbart arbetar med finansiella försäkringar. De är därför mycket vana vid att arbeta med värdepapperiseringsfrågor och har god kontakt med ratinginstituten. Monolinebolag vill oftast uppnå 100 procentiga garantier som täcker transaktionen. Monolinebolag försäkrar även investeraren att ränta och återbetalning sker på utsatt tidpunkt.

##### 3.2.3.2 Bankgarantier<sup>33</sup>

En bank, oftast medverkande i värdepapperiseringsprocessen, ställer ut en garanti vid eventuella likviditetsproblem. För investerare kan bankens medverkande vara tryggt då banker, i Sverige, har stort statligt skydd. Men då bankerna är medverkande i själva processen kan det finnas skäl till att utvärdera varför denna metod av förstärkning har valts framför de tidigare nämnda.

---

<sup>30</sup> Gangwani Sunil, Securitisation 101, s 5

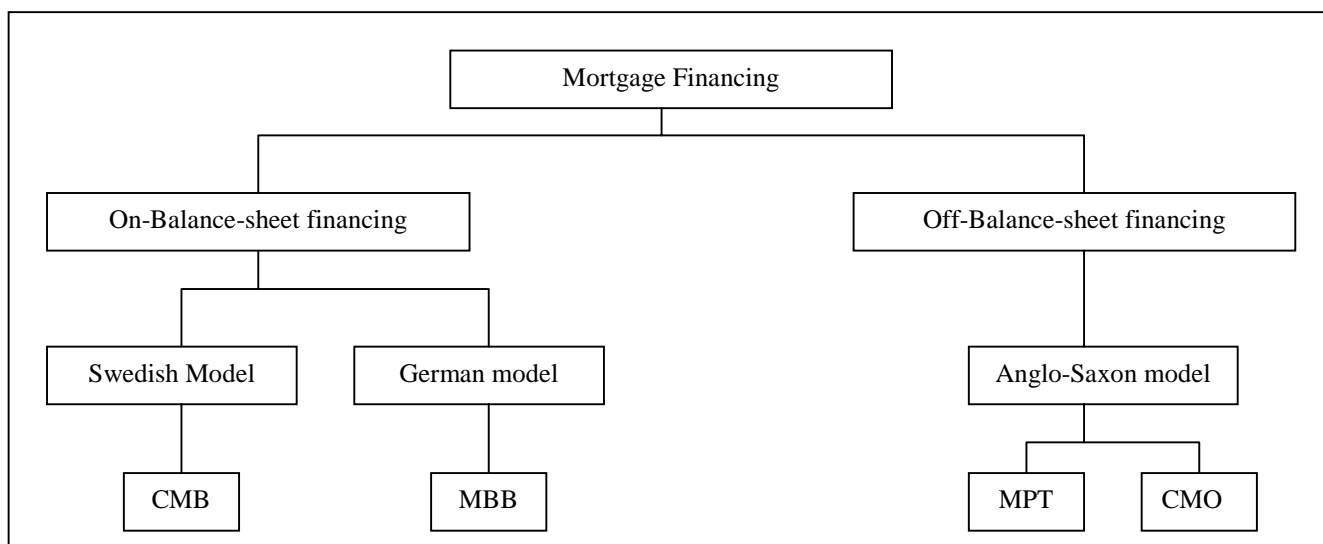
<sup>31</sup> Ibid

<sup>32</sup> Ljungfelt Kristoffer, Wijkström Fredrik, Värdepapperisering av reala kapitalintensiva tillgångar, s 39

<sup>33</sup> Ibid

### 3.3 Modeller för Mortgage Backed Securities

Då Mortgage Backed Securities (MBS) är den vanligaste förekommande värdepapperiseringen, och samtidigt den första som brukar inträda i ett land då det börjar genomföras värdepapperiseringar, är det av intresse att visa de olika modeller och tekniker som kan användas.



**Figur 5:** On Balance - och Off Balance redovisning i olika Länder, Källa: Brueggeman, Fischer (1997) and Thomson (1995)

De ovanstående modellerna är uppdelade i On Balance-sheet financing och Off-Balance sheet financing för att påvisa skillnader som finns inom värdepapperiseringsförfarande. Utvecklingen kommer då troligen att leda till en mer och mer samstämd syn på värdepapperisering.

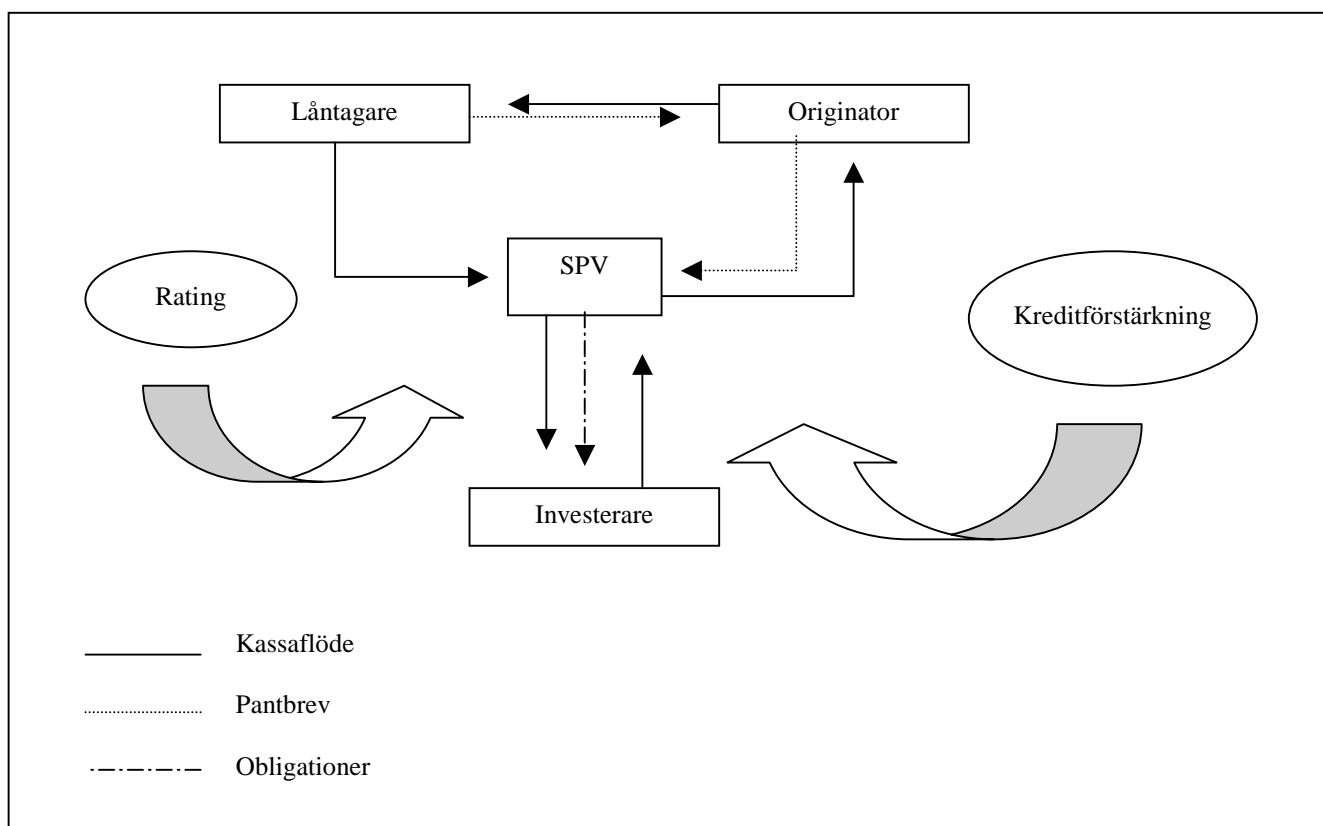
- CMB Conventional Mortgage Bonds
- CMO Collateralised Mortgage Obligations
- MBB Mortgage-Backed Bonds
- MPT Mortgage Pass-Through Securities

#### 3.3.1 Anglo-Saxon Model<sup>34</sup>

Den anglo-saxiska modellen är en form av Off-balance sheet finansiering. Vid detta förfarande samlar originatorn ihop en homogen grupp framtida kassaflöden från exempelvis pantbrev som köps av en s.k. låntagare och säljer därefter dessa till ett SPV. Efter detta går investerare in och köper obligationer i SPV: t och erhåller därpå ränta genom att låntagarens avkastning från tillgången går direkt till SPV: t. Denna totala försäljning, true sale, av, i detta fall, pantbrev från originatorn till SPV: t gör att investerarna övertar både marknadsrisk och kreditrisk.

<sup>34</sup> Brueggeman, W B and Fischer, JD, (1997), *Real estate Finance and Investments*.

Därefter sker kreditförstärkning vid behov genom tidigare nämnda externa kreditförstärkningsmöjligheter.



*Figur 5: Anglo-Saxon modell, Källa: Brueggeman, Fisher (1997)*

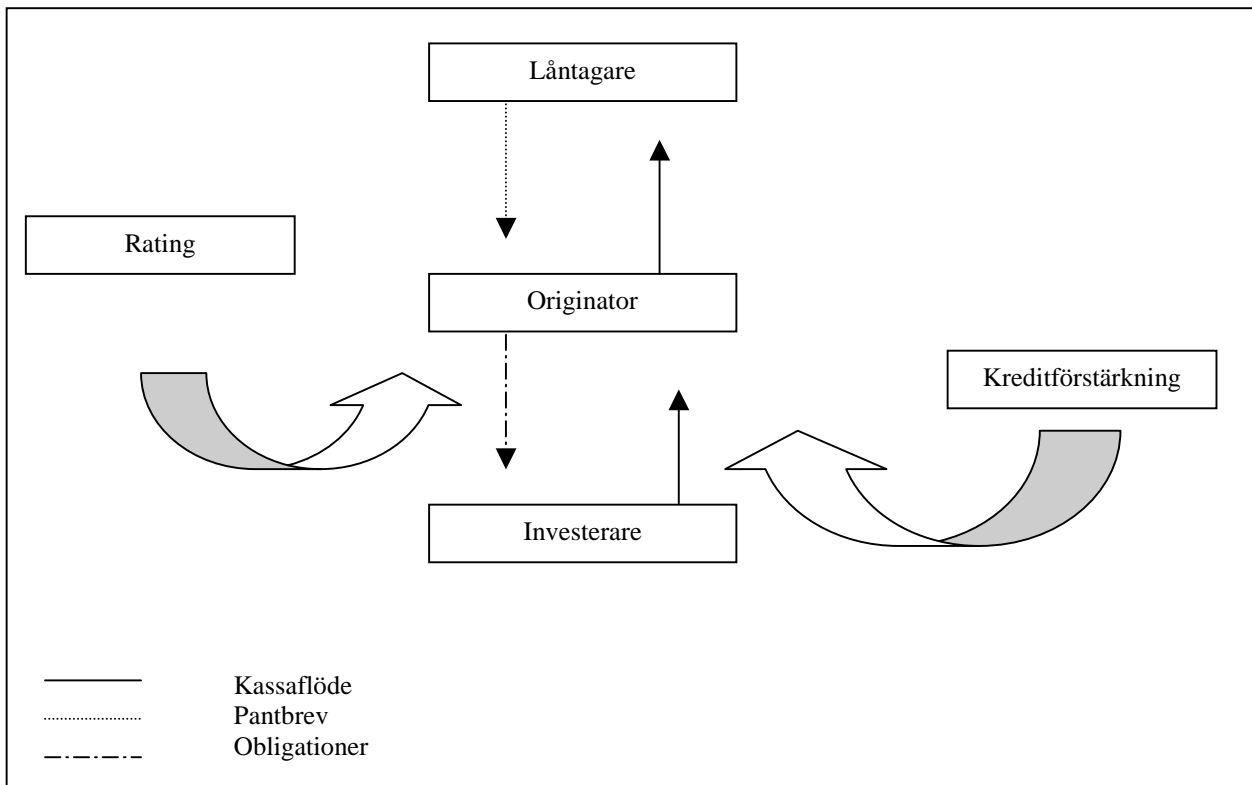
### 3.3.2 Germanska modellen<sup>35</sup>

Den germanska modellen är baserad på balance-sheet finansiering och har en mycket stor koppling mellan utställda obligationer och den underliggande tillgången. Den germanska modellen innehåller till skillnad från den Anglo-saxiska inget SPV. Den underliggande tillgången är kvar hos originatorn och tillgången är säkerheten för utfärdande av obligationer. Detta medför bl.a. att kreditrisken tillfaller originatorn och marknadsrisken tillfaller investerarna.

Låntagaren säljer således exempelvis sina pantbrev till originatorn som i sin tur emitterar obligationer som köps av investerare.

---

<sup>35</sup> Thompson, *Securitization – An International Perspective*.(1995)



Figur 7: German modell, Källa: Thompson (1995)

### 3.4 Conduit – Kortsiktiga Värdepapperiseringar

I de tidigare nämnda fallen har samtliga underliggande tillgångar varit av långsiktig karaktär s.k. term. Men inom begreppet Conduit finns de fall där man värdepapperiserar en tillgång som är kortsiktig. Detta är idag en nästan obefintlig finansiellstruktur i Sverige då det dels utgörs av större risker samt saknar den standardisering som föreligger i exempelvis USA<sup>36</sup>.

Ett conduitförfarande går tillväga precis som en normal värdepapperisering förutom att den måste gå betydligt snabbare då den underliggande tillgången är mindre samt ibland även en sammanslagning av flera olika, men ändå jämförbara, tillgångar<sup>37</sup>. Exempel på en vanligt förekommande underliggande tillgång är kreditkortsfordringar.

Vid en Conduit förfaller tillgångarna i SPV:t fort och originatorn fyller därefter på med nya tillgångar i samma takt och investerarna investerar i samma takt.

Således behövs en marknad som är van vid värdepapperisering och som har mycket kapital i omlopp.

<sup>36</sup> Intervju Katarina Engborg, 2002-12-02

<sup>37</sup> Ibid



### 3.5 Redovisning av värdepapperisering

För att ytterligare belysa värdepapperiseringen följer en enkel schematisk översikt över hur balansräkningen förändras hos originatorn. Utgångspunkten är ett kreditinstitut som väljer att värdepapperisera delar av sin tillgångsmassa, vilket kan utgöras av exempelvis bostadslån. Kreditinstitutet blir i detta fall originatorn. Nedan visas hur värdepapperisering redovisas, om redovisningen sker Off-balance.

#### 1. Originatorn innan värdepapperisering

Tillgångar		Skulder	
Kassa	100	Eget kapital	80
Tillgångar	900	Övriga skulder	920

Originatorns Egna Kapital motsvarar kapitaltäckningskravet om 8 %.<sup>38</sup>

#### 2. Originatorn och SPV vid värdepapperisering

Originator:

Tillgångar		Skulder	
Kassa	200	Eget kapital	80
Tillgångar	800	Övriga skulder	920

SPV:

Tillgångar		Skulder	
Tillgångar	100	Eget kapital	0,1
		Övriga skulder	99,9

Originatorn har överlåtit 100 av sin tillgångsmassa till SPV som finansierar köpet via emission av obligationer.

#### 3. Originatorn efter värdepapperisering

Tillgångar		Skulder	
Kassa	100	Eget kapital	72
Tillgångar	800	Övriga skulder	828

Originatorn har krympt sin balansräkning genom att använda likviden till att betala av skulder och lyckas därmed att erhålla en högre avkastning på det egna kapitalet. Detta uppnås genom

---

<sup>38</sup> Regeringens proposition 2000/01:19 s 16

att omfattningen av verksamheten bibehålls och därmed även den absoluta vinsten, trots att egenkapitalet är lägre. Ett annat alternativ hade varit att behålla det ursprungliga kapitalet och bevilja nya krediter för likviden från specialbolaget. Kapitaltäckningskravet är fortfarande uppfyllt.

### **3.6 Fördelar och nackdelar med värdepapperisering<sup>39</sup>**

#### **3.6.1 Fördelar**

Från ett ekonomiskt perspektiv finns det ett flertal anledningar till att man väljer detta sätt att finansiera sig direkt på kapitalmarknaden. Förklaringen till att man kan uppnå fördelar ligger i att man på ett effektivare sätt delar upp olika funktioner vad gäller risktagande, kontroll och övervakning i enlighet med aktörernas preferenser. Anledningarna kan vara av olika slag och de beror bl.a. på vilken verksamhet som originatorn bedriver.

De största fördelarna för originatorn är att den kan diversifiera sina finansieringskällor och sänka sina totala finansieringskostnader. Genom diversifieringen av finansieringskällorna uppnås en förbättrad riskhantering: risken för att företaget inte kan refinansiera sig minskar och företagets värde ökar. Finansieringskostnaderna sänks genom att stora lån bryts ner till mindre enheter vilket fördelar kreditrisken på ett större antal investerare. Eftersom investerarna har den kreditförstärkta värdepapperiserade tillgångsmassan som säkerhet och deras andel är betydligt mindre än helheten gör att en stor riskdelningsvinst uppkommer. Vinsten består i att kreditrisken har preciserats och därmed kunnat fördelas till de aktörer som bäst och billigast kan stå den. Ytterligare en förklaring till det bättre priset är att investerarna inte behöver göra en företagsspecifik bedömning av originatorn utan de kan fokusera på den värdepapperiserade tillgångsmassan av den rating som den tilldelats av något ratinginstitut.

De ovannämnda förklaringarna bidrar också starkt till att förklara varför den värdepapperiserade portföljen oftast har en bättre rating än originatorn själv.

Värdepapperisering bidrar till att reducera informationskostnaderna för företag<sup>40</sup>. När ett företag behöver finansiering måste det övertyga potentiella kreditgivare eller investerare om att företaget är välskött, framgångsrikt och att det har bra projekt. Problemet är att informationen är asymmetriskt fördelad, d.v.s. företaget självt vet om det är ett bra projekt pengarna ska användas till medan kreditgivare och investerare inte vet det. Företaget måste därför producera information om sig själv och projektet för att signalera dess kvalitet. Istället för att producera information om sig själv kan företaget värdepapperisera delar av sin tillgångsmassa och enbart visa på kvaliteten i den värdepapperiserade portföljen, vilket är möjligt med ett betydligt mindre informationsunderlag.

Vidare innebär kapitaltäckningsreglerna en kostnad för kreditinstituten i det att kapital binds upp och inte kan användas i lönsamma projekt. Då tillgångarna flyttas ut från balansräkningen kan kapital frigöras och därmed försvinner kapitaltäckningskostnaden.

Ytterligare ett motiv för att värdepapperisera kan alltså vara att förbättra nyckeltalen.

---

<sup>39</sup> Detta avsnitt är till stora delar hämtat från vår empiri, men utgör en mycket god komplettering till teorin enligt vår mening. Hänsyn är tagen till källorna vilka är objektivt bedömda.

<sup>40</sup> Hill, "Securitisation" A Low cost Sweetener for Lemons" 74 Wash. U.L.Q. (1996) 1061, s 1086 ff.

En annan fördel med värdepapperisering är att illikvida tillgångar kan omvandlas till likvida, tack vare att det finns en likvid marknad för obligationer.<sup>41</sup> För originatorn innebär det förutom det högre priset som kan erhållas att tillgångssidan på den egna balansräkningen bättre kan matcha skuldsidan i likviditetshänseende. Denna fördel gäller främst banker då en betydande del av bankernas skuldsida är mycket likvid (inlåningen där insättarna kan ta ut sina medel omedelbart) medan tillgångssidan är illikvid (utlåningen där bankerna inte kan kräva omedelbar betalning).

### **3.6.2 Nackdelar**

Värdepapperisering medför generellt sett höga transaktionskostnader. Det är många olika transaktioner som ska genomföras, många aktörer är inblandade och ett stort antal kontrakt måste upprättas. Ju mer standardiserat förfarandet blir och ju fler värdepapperiseringar som ett företag genomför, desto lägre blir dessa kostnader. För att metoden ska löna sig för originatorn måste det vara fråga om tämligen stora tillgångsstockar för att inkomsterna ska överstiga dessa transaktionskostnader.

Den stora juridiska osäkerheten och den ringa kunskapen hos de svenska aktörerna bidrar till att kostnaderna fortfarande är höga. Även om det är juridiskt möjligt att genomföra en värdepapperisering i Sverige innebär avsaknaden av stabila juridiska konstruktioner att aktörerna måste förlita sig på avtal, vars rättsliga relevans är föremål för osäkerhet. Den rättsliga osäkerheten är därmed större än nödvändigt och kostnaderna därför högre.

Vissa kritiker hävdar att värdepapperisering kommer att medföra ökade risker i originatorerna för att dessa endast kommer att värdepapperisera sina bästa tillgångar, s.k. cherry picking. Anledningen skulle vara att dessa tillgångar inte behöver kreditförstärkas lika mycket som sämre tillgångar och samtliga intressenter kan lägga mindre tid på undersöka tillgångarnas kvalitet. För de ursprungliga borgenärerna i originatorn skulle detta innebära att kreditrisken ökar i originatorn därför att de återstående tillgångarna är av sämre kvalitet, med följd att värdet av borgenärernas fordringar sjunker. Detta scenario är fullt tänkbart, men det finns några saker som talar emot. T.ex. försvårar cherry picking ett kontinuerligt användande av värdepapperisering som finansieringsalternativ. Vidare innebär det att originatorns egen kreditvärdighet sjunker vilket försvårar och fördyrar andra former av kapitalanskaffning. Konsekvensen är att originatorn helt enkelt får svårt att finansiera sig till en rimlig kostnad i framtiden om endast de bästa tillgångarna värdepapperiseras.

Andra kritiker argumenterar för det motsatta problemet att originatorerna endast värdepapperiserar de sämsta tillgångarna, s.k. lemon selling.<sup>42</sup> För investerarnas del skulle det innebära att säkerheten för deras obligationer utgörs av lemons och stor risk för att dessa obligationer inte skulle infrias till deras fulla värde.

Ett antal kontrollmekanismer finns trots allt på vägen innan en värdepapperisering är fullbordad. Även om ratinginstitutet inte har något juridiskt ansvar för sina kreditbedömningar är dessa mycket pålitliga. En noggrann undersökning föregår alltid ett ratingbeslut i vilken mycket stränga villkor uppställs och där värsta tänkbara scenario

---

<sup>41</sup> Månsson & Andersson, Värdepapperisering s 17.

<sup>42</sup> Gregow Torkel, Rättsliga förutsättningar för att genomföra värdepapperisering i Sverige, s10

simuleras för att få en god uppfattning om tillgångarnas kvalitet. Om kreditförstärkningen sker genom en extern aktör, t ex ett försäkringsbolag, kommer även den aktören försäkra sig om att tillgångarnas kvalitet är hög så att den garantin försäkringsbolaget lämnar inte behöver realiseras.

Ett annat orosmoln är risken för att originatorn känner ett moraliskt ansvar för de överlåtna tillgångarna, t.ex. fastighetslån. Tanken är att originatorn inte vill svärta ner sitt namn för att en del av fastighetslånen inte betalas och investerarna inte får full utdelning och att originatorn därför skulle ersätta dessa trots att någon juridisk skyldighet inte föreligger. Om så är fallet innebär det att originatorn fortfarande står kreditrisken för de överlåtna fordringarna. Någon reglering av detta problem finns för närvarande inte i någon jurisdiktion. Möjligen kan Bank of Englands krav på att specialbolaget inte får ha ett namn som liknar originatorns ses som ett försök att tydliggöra att originator och specialbolag är fristående från varandra.<sup>43</sup> Detta krav kan antas innebära både att investerarna inte förväntar sig att originatorn täcker eventuella kreditförluster i specialbolaget och att originatorn inte känner sig moraliskt förpliktad att betala eftersom originatorns namn inte svärts ned vid en eventuell konkurs.

Det föreligger även problem att värdera den ekonomiska betydelsen som en värdepapperisering innebär för ett företag eller institution.<sup>44</sup> Det är höga uppstartningskostnader och personal binds upp till att jobba med värdepapperiseringen.

Kostnaden för en att genomföra en värdepapperisering ökar även i och med kravet på att bygga upp en fungerande struktur för projektet.<sup>45</sup> Att bygga upp denna struktur är mycket tidskrävande och därmed kostsamt för originatorn.

Flera medlemmar av ECBS (European Committee for Banking Standards) bl.a. Bundesbank och de franska, spanska och italienska centralbankerna har uttryckt sin oro över den ökade värdepapperiseringens effekter på inflationen.<sup>46</sup> De fruktar att en ökande värdepapperisering kommer att leda till ökande inflation då värdepapperisering kan minska ECB:s kontroll över ekonomin.

### **3.7 Historisk utveckling av värdepapperisering**

För att kunna förstå utvecklingen i Sverige är det viktigt att se den utifrån ett historiskt perspektiv. I modern tid är det USA som har tagit täten i vad gäller finansiella innovationer och ekonomisk omsättning då det gäller användandet av dessa finansiella innovationer.

#### **3.7.1 USA**

Den moderna historien vad gäller värdepapperisering tog sin början 1916 i USA när Federal Land bank utvecklade ett program för att ge krediter till ett antal bönder.<sup>47</sup> Senare 1934 skapades även Federal Housing Administration (FHA).<sup>48</sup> Syftet var att få den amerikanska

---

<sup>43</sup> Bank of England, Notice to Authorised Institutions, 1989

<sup>44</sup> Berry Robert, Why securitise: How is it done and what are the costs and benefits, 1998

<sup>45</sup> Jussil Sune, Strategic implementation of securitisation techniques and their application to mortgage banking, 1998

<sup>46</sup> Bernanke Ben, "Credit in the Macro economy, Federal Reserve Bank of New York, Quarterly Review, 92-93

<sup>47</sup> Fabozzi, Frank Dunlevy J: Real Estate Backed Securities, s 10, New Hope, 2001

<sup>48</sup> Ibid

husmarknaden på fötter genom att kunna ge förstagångshusköpare med låg till medelhög-inkomst lite större möjligheter. FHA programmet uppmuntrade dessa privata låntagare att ta lån genom att flytta över all risk till långivaren. Vidare 1968 skapades Government National Mortgage Association (GNMA) också med samma mål att kunna ge mindre bemedlade människor lån.<sup>49</sup> Ginnie Mae som GNMA även kallades bestod av utfärdande av värdepapper mot säkerheter i privata bolån. GNMA garanterade ränta och huvudsaklig betalning till investerarna i händelse om återbetalning av utstående skulder skulle betalas av i förtid eller om en låntagare skulle göra konkurs. Vid den här tidpunkten var det tre stycken publikt sponsrade företag: Federal National Mortgage Association (FNMA), Government National Mortgage Association (GNMA) och Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac).

USA är och har hittills varit den mest utvecklade marknaden för värdepapperisering vad beträffar både teknologi och storlek. Anledningen till att värdepapperisering har blivit så stort i USA beror framförallt på deras unika institutionella miljö. Regelverket tillät inte en affärsbank att verka utanför dess egen stat vilket ledde till en ineffektiv lånemarknad eftersom kapitalöverskott i en region inte tilläts flyttas till en annan region med underskott. Således fanns det ingen jämviktspunkt mellan tillgång och efterfrågan mellan staterna. Även avregleringar av den finansiella marknaden kombinerat med gynnande skattelagstiftning ökade de finansiella uppfinningarna i slutet på 60-talet.

Fram till 70-talet gav bankerna i USA ut hypotekslån med pantbrev som säkerhet och behöll dem tills de var avbetalda på lösendagen. Denna förstahandsmarknad var den enda marknaden för lån. Under 70-talet började sedan de amerikanska investmentbankerna att poola individuella lån tillsammans för att sälja vidare dem till investerare. Tillväxten av denna marknad ändrade radikalt den amerikanska lånemarknaden. Bankerna kunde nu fortsätta med sina hypotekslån i vetskap om att de kunde snabbt och säkert sälja av dem genom värdepapperisering. På samma gång fick investerare en ny tillgång att investera i.<sup>50</sup>

I slutet av år 1997 uppgick den totala volymen av ”mortgage-backed securities” och ”asset-backed securities” till 21 000 miljarder kronor och omkring hälften av de utestående bostadslånen var värdepapperiserade. Bakgrunden till att den amerikanska marknaden till stor del är värdepapperiserad är dess struktur för bostadsfinansiering. Amerikanska fastigheter finansieras företrädesvis genom lån i traditionella banker, inte i specialiserade hypoteksinstitut som i Sverige.<sup>51</sup>

Sedan 70-talet har utveckling i USA gått fort. Från att ha börjat värdepapperisera bostadslån kan man nu nästan värdepapperisera vad som helst i USA. Det senaste är att värdepapperisera s.k. Intellectual Property Rights, IP, som kan bestå av filmrättigheter, musik, sport och olika patent tillgångar. 1997 var den totala utstående massan av s.k. IP tillgångar 380 miljoner \$ och 2000 1.13 miljarder \$<sup>52</sup>. Det totala värdet i världen av patent tillgångar uppgår nu till en trillion \$<sup>53</sup>.

---

<sup>49</sup> Fabozzi, Frank Dunlevy J: Real Estate Backed Securities, s 10, New Hope, 2001

<sup>50</sup> Tuckman, B, Fixed Income Securities – Tools for today’s Markets, John Wiley and Sons, 1995

<sup>51</sup> Gregow, T PM angående de rättsliga förutsättningarna för att genomföra värdepapperisering i Sverige, Finansdepartementet, Ds 1998:7

<sup>52</sup> David Edwards, Patent Backed Securitisation: Blueprint for a New Asset Class

<sup>53</sup> Bernhard H. Fischer, “New Patent Issue: BioPharm Royalty Trust”, “From Ideas to Assets: Investing Wisely in Intellectual Property”, Bruce Berman (editor), (New York, John Wiley & Sons, Inc.) pp. 484.

### Tillgångsklasser värdepapperiserade i USA

1970	Mortgages
1985	Autos, Boats, Equipment leases
1986	Recreational vehicles, Light trucks
1987	Credit card receivables, Consumer loans Trucks, Trade receivables
1988	Affiliate notes, Insurance policy loans, Hospital receivables
1989	Home equity loans, Time shares, Junk bonds
1990+	Middle market commercial and industrial loans, LDC debt

**Tabell 1:** Tillgångsklasser i USA. Källa: Wolf, 1998

### 3.7.2 Europa

Det var inte förrän på 80-talet som tekniken blev känd i Europa och andra OECD länder. Först 1987 kan man säga att värdepapperiseringen i Europa etablerades.<sup>54</sup> Utvecklingen har varit väldigt oregelbunden hittills. I Europa har Storbritannien dominerat värdepapperiseringsmarknaden vilken också representerar den näst största marknaden i världen. Även Frankrike och Spanien har visat ett stort intresse för metoden.

### 3.8 Varför är värdepapperisering vanligare utomlands?

Med de tidigare nämnda aspekterna som grund är det nu befogat att ställa frågan varför värdepapperisering är betydligt mer förekommande i främst USA, men även i Storbritannien, Frankrike och Italien. Svaret är att skillnaderna har sin grund i legala aspekter, men även i andra faktorer som kostnadseffektiva lösningar.<sup>55</sup> I inledningsfasen var värdepapperisering en administrativt tungrodd apparat och det har funnits tveksamheter om statsmakternas inställning.<sup>56</sup>

I USA fanns det redan en väl utvecklad marknad för företagsobligationer innan marknaden för värdepapperisering utvecklades. Detta medförde att det tidigt fanns en större beredskap hos amerikanska investerare att köpa obligationer som emitterades genom värdepapperisering. Att en sådan marknad tidigare i stort sett inte funnits i Sverige kan i sig ha utgjort ett hinder för värdepapperisering.<sup>57</sup>

### 3.9 Utveckling i Sverige

Svenska kreditinstitut började visa intresse för värdepapperisering under finanskrisen i början av 1990-talet. Stigande kreditförluster urholkade kapitalbasen i flertalet kreditinstitut och värdepapperisering sågs under dessa omständigheter som en väg att krympa balansräkningen, och därigenom höja kapitaltäckningsgraden hos instituten.

---

<sup>54</sup> Jane Borrows, Current Issues I Securitisation, 2002, s 83, Sweet & Maxwell

<sup>55</sup> Affärsvärlden, Nu går starten för värdepapperisering 1994-06-08

<sup>56</sup> Veckans Affärer, Sätt fart på värdepapperiseringen, 1993-04-21

<sup>57</sup> Blåvarg & Lilja, 1998: Värdepapperisering en framtida finansieringsform, Penning och valutapolitik, 1998:3 s 25-50.

Nyutlåningen till bostäder och kommersiella fastigheter var låg under flera år efter finanskrisen. När kreditvolymen inte växte blir behovet av att frigöra kapital lägre, vilket minskade intresset för värdepapperisering. Under senare tid har dock volymen börjat växa igen. Pressade marginaler på utlåningssidan kan medföra att intresset för värdepapperisering ökar eftersom att värdepapperisering blir relativt billigare i förhållande till banklån.<sup>58</sup> I takt med att konkurrensen hårdnar blir det viktigare att maximera avkastningen genom att hålla balansräkningen fri från lågavkastande verksamhet.

### **3.9.1 Värdepapperiseringar gjorda i Sverige**

Vi tar nedan upp värdepapperiseringar som gjorts i Sverige. Detta eftersom det inte har genomförts särskilt många och vi tycker därmed att varje värdepapperisering för sig är intressant.

De första fyra värdepapperiseringarna var Svensk Fastighetskredit AB (numera S-E-Banken BoLån), Bo Kredit i Sverige AB, Stockholms stads fastighetsbolag och SJ. I dessa transaktioner har specialföretag i utlandet använts. Svensk Fastighetskredit genomförde under perioden 1990-1994 värdepapperiseringar i nio omgångar, omfattande totalt över 11 miljarder kronor. BoKredit har under perioden 1996-1998 genomfört 13 försäljningar med en sammanlagd volym på 1,4 miljarder kronor. Vid samtliga tillfällen utom SJ var det hypoteks lån i enfamiljsbostäder som värdepapperiserades. BoKredit avsåg lån i flerfamiljsfastigheter. I samtliga fall såldes kreditstockar av hög kvalitet till specialföretag upprättade på Jersey, där specialföretag inte är föremål för kapitaltäckningskrav.<sup>59</sup>

Stockholms stads fastighetsbolag har genomfört två olika transaktioner, den ena kallad S:t Erik och den andra S:t Göran, som kan liknas vid värdepapperisering. Stockholms stads tre stora bostadsbolag – AB Svenska Bostäder, AB Stockholms hem och AB Familjebostäder – sökte en alternativ finansiering. Den lösning som valdes innebar att det bildades ett särskilt bolag på Irland. Detta bolag emitterade obligationer och för det erhållna kapitalet beviljade bolaget lån till de tre bostadsföretagen. Dessa ställde i sin tur säkerhet i form av pantbrev i sina fastigheter. Även i S:t Göran-transaktionen upprättades specialföretaget på Irland och beviljade därefter krediter till AB Svenska Bostäder. I de nämnda transaktionerna har inte några fordringar sålts utan bolaget har använts enbart som en kanal för att låna upp pengar.

---

<sup>58</sup> Intervju, Ted Karlsson, Henrik Jonasson, 2002-12-03

<sup>59</sup> Gregow, T PM angående de rättsliga förutsättningarna för att genomföra värdepapperisering i Sverige, Finansdepartementet, Ds 1998:7

## 4. Faktorer som påverkar värdepapperiseringen

*Värdepapperisering är en relativt ny företeelse i Sverige. För att kunna utvärdera värdepapperiseringen framtida utveckling är det av vikt att belysa de faktorer som kan komma att påverka.*

### 4.1 Lagstiftning

Tidigare svensk lagstiftningen förbjöd inte värdepapperisering av svenska tillgångar men den innebar att det i de flesta fall var ekonomiskt oförmånligt att genomföra värdepapperisering i Sverige.<sup>60</sup>

Efter att ha dragit frågan i långbänk i sex år lade regeringen i en proposition om värdepapperisering i Sverige på riksdagens bord. Reformen kallades ”Bättre förutsättningar för värdepapperisering 2000/01:19” och den antogs i maj 2001.<sup>61</sup>

Lagstiftningen inom området för värdepapperisering berör stora delar av den finansiella lagstiftningen och alldeles särskilt skuldebrevslagen samt Lagen om finansieringsverksamhet.<sup>62</sup>

Det är sannolikt att antalet värdepapperiseringar genomförda av svenska företag skulle öka om det vore möjligt att genomföra värdepapperisering i Sverige på villkor som är mer lika de som i dag kan uppnås i utlandet. Det som i praktiken förhindrade att värdepapperiseringar genomfördes där specialföretaget hade säte i Sverige är att detta företag riskerade att träffas av kapitaltäckningskrav. Kapitaltäckningskravet medförde att svenska banker och kreditmarknadsföretag valde att placera specialföretaget i länder där de inte ställdes för motsvarande kapitalkrav.<sup>63</sup>

Även problemet kring att skapa en ledning av SPV:t i Sverige som inte har möjlighet att ändra SPV:ts syfte gör att management-risken inte går att bli av med i Sverige. I Sverige finns inte som på andra platser möjlighet att bedriva finansiell verksamhet i stiftelseform (Trustee).<sup>64</sup>

Den osäkerhet som föreligger kring hur den svenska lagstiftningen påverkar värdepapperisering i Sverige gör att många företag väljer att placera SPV:t utomlands på platser som Cayman Islands och Guernsey.

#### 4.1.1 Skattemässiga aspekter

Vid en värdepapperisering är specialbolaget nybildat och saknar därför underskott, vilket innebär att reglerna om resultatutjämning inte är tillämpliga. Det finns inte heller möjlighet att undvika reavinstbeskattning genom att överföra verksamheten till specialbolaget då detta inte har någon förlust som kan absorbera reavinsten. Dessutom äger inte originatorn specialbolaget vilket innebär att originatorn inte skulle ha kunnat utnyttja att specialbolagets

---

<sup>60</sup> Reg. Proposition 2000/01:19, Bättre förutsättningar för Värdepapperisering, s 1

<sup>61</sup> Riksdagen

<sup>62</sup> Reg. Proposition 2000/01:19, Bättre förutsättningar för Värdepapperisering, s 4

<sup>63</sup> Ibid, s 16

<sup>64</sup> Intervju, Ted Karlsson, Henrik Jonasson, 2002-12-03



aktier kan säljas utan reavinst. Varken fåmansföretagsreglerna eller lättnadsreglerna för onoterade bolag är tillämpliga.<sup>65</sup>

När en aktör vill sälja en tillgång till en annan fristående aktör försöker säljaren få ett så högt pris som möjligt vilket i normalfallet innebär att överlåtelsen sker till marknadsvärdet. Om tillgångsmassan överläts till marknadsvärdet kan det medföra skattekonsekvenser för originatorn. Detta beror på att tillgångarnas skattemässiga restvärde oftast är lägre än marknadsvärdet vilket resulterar i att en reavinst uppkommer. Reavinsten beräknas enligt reglerna i SIL 24§ 1 mom och 29§ 1 mom och beskattningen sker som vanligt i näringsverksamhet, SIL 2§ 1 mom 5 och 6 st<sup>66</sup>.

I jämförelse med lån där överföringen av lånesumman är skattefri är denna beskattning mycket oförmånlig för originatorn och den kan bidra till att göra en värdepapperisering olönsam. Om man ser till substansen i en värdepapperisering så kan man hävda att det inte är en försäljning av tillgångarna utan ett lån med tillgångarna som säkerhet. Ett lån utlöser ingen reavinstbeskattning och följaktligen borde inte heller överlåtelsen av tillgångar i en värdepapperisering medföra reavinstbeskattning.<sup>67</sup>

Överlåtelsen av tillgångsmassan från originatorn till specialbolaget riskeras att beskattas i Sverige vilket även är fallet i USA. I USA kan beskattningen ske med en liten fördröjning beroende på att strukturen är något annorlunda.<sup>68</sup>

I det fallet då SPV:t får en vinst kommer denna idag att inkomstbeskattas i Sverige enligt vanliga regler. Frågan om eventuell uttagsbeskattning, t ex för det fall originatorn överläter fordringar till underpris, får bedömas enligt reglerna i inkomstskattelagen. En förutsättning för att ett SPV skall få göra avdrag för utgifter för de servicetjänster det köper från originatorn är att ersättningen är marknadsmässig. Vinsterna hos ett SPV kan därför inte återgå skattefritt till originatorn i form av t ex avgifter för fiktiva tjänster.<sup>69</sup>

#### **4.1.2 Cayman Islands och Guernsey**

Cayman Islands är ett stort finansiellt centrum och en stor aktör när det gäller etablerandet av SPV. Vad gäller lagstiftning så har Cayman Islands stora stabilitet och mycket kunskap inom finansiellverksamhet. Den starka kopplingen till Storbritanniens konstitutionella lagar gör att Cayman Islands har en AAA rating på sin risk.<sup>70</sup>

Ett SPV på Cayman Islands ägs av en STAR trust och hanteringen av SPV är något som sker hela tiden.<sup>71</sup>

Även på Guernsey så ägs SPV oftast av en stiftelse. Fördelarna med Guernsey och Cayman Islands är till stor del den kunskap och den standardisering som finns vid värdepapperisering. Detta medför att tiden för värdepapperiseringen blir kortare än i Sverige.

---

<sup>65</sup> Olsson H, Jansson P, Värdepapperisering ur ett skatterättsligt perspektiv, Lund 1998, s 43

<sup>66</sup> Ibid s 41

<sup>67</sup> Ibid s 66

<sup>68</sup> Ibid s 58

<sup>69</sup> Regeringens proposition 2000/01:19 s 37

<sup>70</sup> Ashman Ian, Black Julian, CDO's and structured Finance Transactions: The Cayman Islands perspective

<sup>71</sup> Ibid

Dessa båda platser har vid ett flertal gånger använts för svenska värdepapperiseringar.<sup>72</sup>

### **4.1.3 Kapitaltäckningskrav**

Krav på kapitaltäckning innebär att en viss andel av kreditinstituts och värdepappersbolagets tillgångar och åtaganden skall motsvaras av en s.k. kapitalbas bestående bl.a. av eget kapital. Syftet med kapitaltäckningsreglerna kan sägas vara att kreditinstitut och värdepappersbolag måste ha ett visst buffertkapital för att möta kredit- och marknadsrisker i sin verksamhet. Risken i tillgången är avgörande för i vilken grad den behöver kapitaltäckas.<sup>73</sup> Kreditinstitut och värdepappersbolag skall ha en kapitalbas som står i relation till dels de kreditrisker som finns i tillgångarna och åtagandena, och dels de marknadsrisker som finns i institutets eller bolagets placeringar i finansiella instrument.<sup>74</sup>

Med kreditrisk avses risken att motparten inte kan fullgöra sina åtaganden. Marknadsrisken avser risken för prisförändringar på aktie-, ränte- och valutamarknaderna. I grova drag kan sägas att kreditrisken avser bolagets utlåningsverksamhet och marknadsrisken dess handel på finansmarknaderna.

Kapitalbasen består av två delar, som kallas primärt och supplementärt kapital.<sup>75</sup> Det primära kapitalet skall utgöra minst hälften av kapitalbasen. Primärt kapital utgörs sammantaget av olika slags eget kapital samt av obeskattade reserver. Med supplementärt kapital avses förlagslån som har en ursprunglig löptid på minst fem år. Efter medgivande av Finansinspektionen får även vissa andra poster inräknas i primärt och supplementärt kapital.<sup>76</sup>

Om ett institut eller bolag inte uppfyller kapitaltäckningskravet, skall Finansinspektionen förelägga institutet eller bolaget att vidta lämpliga åtgärder för att rätta till förhållandet. Den yttersta konsekvensen av att kapitaltäckningskravet inte iakttas är en återkallelse av institutets eller bolagets verksamhetstillstånd.

För att uppfylla kapitalkravet för kreditrisk skall kapitalbasen uppgå till 8 % av värdet på tillgångar.<sup>77</sup>

#### **4.1.3.1 Kapitaltäckningskrav i ett SPV**

Fram tills att propositionen, Bättre förutsättningar för värdepapperisering antogs var SPV:t förlagt med krav på tillstånd från finansinspektionen för att få lov att bedriva finansiell verksamhet. Detta medförde att SPV belades med samma kapitaltäckningskrav som en bank eller ett finansinstitut. Ny svensk lagstiftning beträffande kapitaltäckningskravet för SPV gör att det tidigare kravet på att SPV skulle ha samma kapitaltäckningskrav som en bank inte längre föreligger om SPV:t endast utför enstaka förvärv av fordringar och medel inte anskaffas löpande från allmänheten.<sup>78</sup>

---

<sup>72</sup> Intervju Ted Karlsson, Henrik Jonasson, 2002-12-03

<sup>73</sup> Regeringens proposition 2000/01:19 s 16

<sup>74</sup> Ibid

<sup>75</sup> Ibid s 17

<sup>76</sup> Ibid

<sup>77</sup> Regeringens proposition 2000/01:19 s 16

<sup>78</sup> Lagen om finansieringsverksamhet 1 kap 3§ 11pkt.

## 4.2 Basel 2

Den finansiella utvecklingen gjorde att Baselkommittén 1998 kom fram till att reglerna för bankers och kreditinstituts kapitaltäckningskrav måste moderniseras. Orsakerna till detta var främst att göra kapitalkravet mer riskkänsligt och att ny modern finansiell teknik gjort det möjligt att kringgå regelverk vilket leder till svåröverblickbara risker inom bankerna.<sup>79</sup> Basel 2 är uppföljaren till Baselackordet som utvecklades av Baselkommittén år 1988 och hade som mål att främja säkerhet och sundhet inom bankerna. Baselackordet berör bankernas kapitaltäckningskrav och metoderna för hur dessa ska beräknas.

Baselkommittén syftar att med Basel 2 åstadkomma att:<sup>80</sup>

- Minska riskerna för finansiell instabilitet.
- Utveckla tillsynsmyndigheternas utrymme för handlande innan en eventuell bankkras.
- Ge marknaden bättre insyn i bankernas risksituation.

I Basel 2 reglerna har beräkningen av kapitalkrav utvecklats från att tidigare bara beröra två riskområde till att idag beröra tre riskområden. Dessa är kreditrisk, marknadsrisk och det tillkommande riskområdet är operativ risk. Operativ risk definieras som ”risken till följd av icke ändamålsenliga eller misslyckade interna processer, mänskliga fel, felaktiga system eller externa händelser”.<sup>81</sup>

Basel 2 syftar inte till att höja eller sänka kapitaltäckningsgraden, utan mera till att anpassa den efter bankens risk. Bankerna kommer dock att behöva anpassa sig efter de nya reglerna vilket ibland kan komma att leda till höjda eller sänkta kapitalkrav.<sup>82</sup>

### 4.2.1 Basel 2 och värdepapperisering

Basel 2 är det första förslaget Baselkommittén gett ut som innehåller regler för hur kapitalkrav ska beräknas då banker deltar i en värdepapperisering. Främst gäller kapitalkravet kapitaltäckningen för de värdepapper som banken köper från ett SPV. Kapitalkravet bedöms utefter den rating som värdepapperna har.<sup>83</sup>

Här visas ett exempel på hur risk värderas med en värdepapperiseringsmodell där banken är både originator och köpare av emitterade värdepapper. Att banken både utgör originator och köpare av värdepapper är vanligt förekommande när banker är direkt inblandade i en värdepapperisering.<sup>84</sup>

---

<sup>79</sup> Finansinspektionens rapport: 2002:8, Riskmätning och kapitalkrav 2.

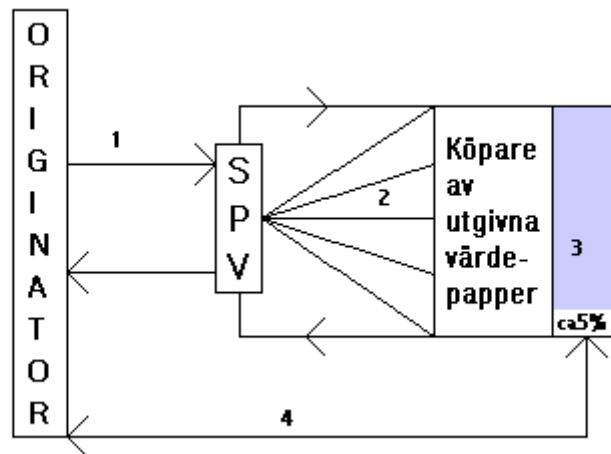
<sup>80</sup> Ibid.

<sup>81</sup> Ibid.

<sup>82</sup> Ibid.

<sup>83</sup> Ibid.

<sup>84</sup> Telefonintervju Percy Bargholtz, 2002-12-06



Figur 8: Bank som både originator och investerare, Källa; Egen

1. Banken som i detta fall är originator säljer en tillgång med framtida kassaflöden till ett SPV. Banker värdepapperisar ofta bolån som har relativt låg risk.<sup>85</sup>

2. SPV:t säljer sedan värdepapper med kassaflödet från den underliggande tillgångarna som säkerhet till marknaden.

3. De utgivna finansiella instrumenten blir rangordnade efter den ordning de drabbas av att eventuella förluster i kassaflödet från SPV:t. 5-10% av utgivna värdepapperna bär ofta högre risk eftersom de först drabbas av eventuellt uteblivet kassaflöde.<sup>86</sup> Cirka 80-95% av värdepapperna får samma rating. Resten av fordringarna som blivit lägst subordinerade får en lägre rating.<sup>87</sup>

4. De mest subordinerade värdepapperna (ofta ca 5% av de utgivna papperna) är mycket svåra att sälja på marknaden. Originatorn (banken) köper oftast tillbaka dessa värdepapper och står därmed den främsta risken vid uteblivna kassaflöden från den underliggande tillgångspoolen.

Hur mycket kapitaltäckning som en bank behöver är beroende av stor risk som banken exponerar sig för. Då banken ofta köper de värdepapper med den lägsta rangordningen i betalningskedjan så exponerar sig banken för mycket risk.<sup>88</sup> Därmed beläggs dessa värdepapper med högt kapitaltäckningskrav.<sup>89</sup>

### 4.3 Rating

En rating är en relativ bedömning av exempelvis ett företags förmåga att i tid infria sina betalningsförpliktelser och finansiella åtaganden. Tidsfaktorn är av kritisk betydelse i en bedömning. På en allmän kreditmarknad är det av yttersta vikt att en skuld, ränta och amortering, återbetalas när den förfaller till betalning och inte vid en senare tidpunkt. Därför kan en rating inte förbättras genom att ställa säkerhet som tar tid att realisera eller genom att

<sup>85</sup> Telefonintervju Percy Bargholtz, 2002-12-06

<sup>86</sup> Ibid

<sup>87</sup> Ibid

<sup>88</sup> Ibid

<sup>89</sup> Ibid

lämna utfästelse om omförhandling.<sup>90</sup> Rating kan även ske av en specifik tillgång vilket blir aktuellt i fallet vid värdepapperisering.

Genom Rating, som utförs av ett ratinginstitut (Moody's, Standard & Poor's), bedöms den underliggande tillgången i specialföretaget. Risken för investerarna i specialföretaget kan därmed fastställas. Ratingen kan ändras eller ställas under bevakning på grund av att ny information blivit tillgänglig, men den kan också återkallas som det visar sig vara omöjligt att få fram tillräckligt tillförlitligt eller fullständig information.<sup>91</sup>

Ratingen innebär att ett, oftast två, ratinginstitut värderar den underliggande tillgången.

**Rating av skuldförbindelser med löptid överstigande ett år**

**AAA**

Underliggande tillgång utgör extremt starkt skydd mot kreditförlust

**AA**

Underliggande tillgång utgör mycket starkt skydd mot kreditförlust

**A**

Underliggande tillgång utgör starkt skydd mot kreditförlust

**BBB**

Underliggande tillgång utgör tillräckligt skydd mot kreditförlust

**BB**

Underliggande tillgång utgör osäkert skydd mot kreditförlust

**B**

Underliggande tillgång är sårbar för kreditförlust

**CCC**

Underliggande tillgång är extremt sårbart för kreditförlust.

*Tabell : Ratingklasser, Källa; Standard & Poor's Ratings Definitions 17/5 2002*

För att uppnå högsta rating AAA, vilket oftast behövs och oftast även från två ratinginstitut, kräver investerarna om så erfordras att specialföretagets kreditvärdighet förstärks genom någon form av kreditförstärkande åtgärd. Standard & Poor's använder idag även en svensk ratingskala som avser skuldförbindelser emitterade på den svenska penningmarknaden.

---

<sup>90</sup> Standard & Poor's, Rating av företag, s4

<sup>91</sup> Ibid

### **K-Skalan**

#### **K-1 Högsta kreditvärdighet**

Inbetalningsöverskott och tillgång till likviditet är mer än tillräckliga för att möta förutsebara finansiella krav under en överblickbar framtid.

#### **K-2 Hög kreditvärdighet**

Inbetalningsöverskott och tillgång till likviditet är tillräckliga för att möta förutsebara finansiella krav under en överblickbar framtid.

#### **K-3 Adekvat kreditvärdighet**

Har med stor sannolikhet samma kapacitet som K-2 rating.

#### **K-4 Spekulativ kategori**

Inbetalningsöverskott och tillgång till likviditet är möjligen inte tillräckliga för att möta förutsebara finansiella krav under den närmaste framtiden.

#### **K-5 Bristande betalningsförmåga**

Emittenten är eller förväntas bli ur stånd att i tid möta aktuella betalningsförpliktelser.

#### **BK Betalningsinställelse/Konkurs**

Emittenten har i juridisk mening ställt in sina betalningar eller försatts i konkurs.

*Tabell : Svenska Ratingklasser, Källa; Standard & Poor's, Rating av svenska företag*

## **4.4 EMU: Ger nya förutsättningar för värdepapperisering**

*”EMU öppnar marknaden för värdepapperisering”.<sup>92</sup>*

I Sverige debatteras det nu på många håll om vi skall gå med i EMU. Många hävdar att ett svenskt EMU inträde skulle öka möjligheten att värdepapperisera sina tillgångar. I vårt grannland Finland väntar man sig kraftig ökning av värdepapperisering tack vare EMU-medlemskap.<sup>93</sup>

EMU kommer att involvera nya element. Först och främst skapandet av en gemensam valuta som är implementerad av den Europeiska Central Banken.

### **4.4.1 Mindre volym i Europa jämfört med USA**

Att volymen inte är lika stor i Europa som i USA består idag främst av två skäl:

**Lagar:** lagstiftningen i europeiska länder är olika och i vissa länder även mindre fördelaktig för denna finansieringsmetod.

**Valutakursrisken:** I Europa är man i många fall tvungen att involvera flera olika valutor i en transaktion för att nå en tillräckligt stor tillgångsmassa. För att minska dessa oundvikliga

---

<sup>92</sup> Dagens Industri, Börs & Finans: EMU öppnar marknaden för värdepapperisering, 1998-03-26

<sup>93</sup> Securitization yearbook 2000, s 42

fluktuationer mellan olika europeiska valutor har man fram till idag tvingat värdepapperiseringsprocesser att bygga skyddsbarriärer mot valutakursförändringar i form av bl.a. valutahedging. Detta leder till ökade kostnader relaterade till kassaflödet. Värdepapperiseringsprocessen blir även mer komplicerad när den är tvungen att täcka valutarisker. Valutakursrisken har tenderat att isolera de olika nationella värdepapperiseringsmarknaderna. Det finns alltså många fördelar med en stor marknad med gemensam valuta vad gäller värdepapperisering. EMU:s utbredning kan därför göra det enklare att värdepapperisera i Europa.<sup>94</sup>

#### **4.4.2 Gemensam valuta**

EMU kommer att resultera i en ökad likviditet, geografisk diversifiering av investerarens portfölj. En bredare investerarbas attraherad av nya instrument och ökad efterfrågan på spjutspetsteknologi som värdepapperiseringen ger upphov till.<sup>95</sup>

Valutakursrisken brukar främst förknippas med s.k. multi-seller asset backed commercial paper conduit programs där man försöker matcha olika valutor från olika regioner och företag med varandra. Problemet är de olika fordringarna i olika valutor som sedan emitteras i en ny valuta t ex pund. Det är därför viktigt att det s.k. SPV-bolaget kan erbjuda ett skydd mot olika negativa kursvariationer mellan de olika valutorna. Denna typ av skydd d.v.s. förpliktelser till SPV:t är mycket viktigt med hänsyn till de olika ratinginstitutionerna och deras kriterier och uppfyllande av mål.<sup>96</sup>

De flesta värdepapperiseringsstrukturer i Europa är idag tvungna att använda sig av någon typ av valutasäkring. En vanlig typ av lösning i Europa vad gäller asset-backed commercial paper conduits och värdepapperisering av europeiska fordringar har varit ett antal swapkontrakt. Man kan dock aldrig skydda sig mot den s.k. residuala risken även om den skulle vara minimal.<sup>97</sup>

Hur effektiv swap skyddet är kommer därför mycket noggrant att studeras av ratinginstitutionerna när de bedömer risken som är kopplad till investeringen. Vem som står för valutakursrisken avgörs genom strukturen på conduiten.

Värdepapperisering i en paneuropeisk skala var innan EMU svårt att implementera då risken för valutafluktuationer skapade en fragmentering av portföljen och dess värdepapperiseringsbaratillgångar.<sup>98</sup>

Komplexiteten att fastställa transparentiteten och olika kassaflödesprofiler i olika s.k. diskreta portföljer med fordringar i olika valutor med olika lagar och med olika hedgestrategier har hittills gjort originatorns uppgift att administrera mycket dyrt och utmanande utifrån ett strukturellt perspektiv.

Med införandet av gemensam valuta, euron, och därmed borttagandet av valutakursrisker kommer säkringarna inte att behöva vara lika rigida. Med fordringar som är fritt

---

<sup>94</sup> Intervju Katarina Engborg, 2002-12-02

<sup>95</sup> Securitization Yearbook, 2000, international Financial Law Review, p 42.

<sup>96</sup> ABCP criteria se Asset backed Commercial Paper Criteria, Standard & Poor

<sup>97</sup> Current issues I Securitisation, s 51, Jane Borrows

<sup>98</sup> Borrows Jane, 2002 Current issues in Securitisation, s 51

transfererbara och dessutom i samma valuta kommer ett SPV att få möjlighet att se alla fordringar utifrån ett portföljtänkande istället för flera. Europa och Sverige kommer således att kunna tävla med USA. Nedan visas fem implikationer som EMU borde få:<sup>99</sup>

1. Köp och försäljning av fordringar skulle bli mer standardiserat.
2. Lagar och redovisningsfrågor kommer att bli mer homogena.
3. Alla nödvändiga likviditets faciliteter kommer att göras i en valuta.
4. Volymen kommer att kunna byggas upp från en mängd olika enheter, vilket tillåter originatorer med en mängd små eller medelstora fordringar att byggas upp till en tillräckligt stor storlek som tillåter värdepapperisering och dess vinster.
5. Kreditförstärkningen kommer att bli lättare att genomlysas och beräkna.

Specifikt för Sverige är ökad fokusering på ratingen dess kostnader. Den inhemska dominansen av tillgångar kommer att minska i och med att utländska investerare får tillgång till Sverige. Nya typer av obligationer kommer att skapas och konkurrensen på obligationsmarknaden ökar.<sup>100</sup>

---

<sup>99</sup> Gilles Thieffry, Jonathan Walsh, Norton Rose, EMU: New Opportunities for Securitisation, Current Issues in Securitisation, Sweet & Maxwell, 2002, s 52

<sup>100</sup>Per Lindkvist, EMU implications on the Swedish Mortgage bond market, 2002-06-14



## 5. Fallstudier

*För att belysa den teoretiska bakgrunden mer praktiskt redovisas här två fallstudier av svenska värdepapperiseringar. Båda är högaktuella och visar mycket väl hur långt värdepapperisering har kommit i Sverige i dagsläget.*

### 5.1 Framtiden fallstudie<sup>101</sup>

#### 5.1.1 Bakgrund

Under oktober månad 2002 genomförde Göteborgsstad en värdepapperisering av 162 pantbrev i bostadsföretagen Bostads AB Poseidon, Familjebostäder i Göteborg AB och Göteborgs Stads Bostads AB. De tre bostadsbolagen ägs av Framtiden Förvaltnings AB i sin tur ägs av Göteborgsstad. De tre bostadsbolagen benämns i fortsättningen *Låntagare*. Denna fjärde värdepapperisering i Framtiden Förvaltnings AB gjordes genom att ställa ut femåriga obligationer för ett värde på 275 000 000 Euro.

Totalt och tidigare sett så har finansieringen av Framtiden Förvaltnings AB skett genom värdepapperisering. Framtidens totala kreditvolym har följande fördelning på kreditmarknaden.

Svenska och utländska banker och finansinstitut	3807 Mkr
Svenska och utländska obligationslån	9500 Mkr
Övrigt	523 Mkr

*Tabell 4: Framtiden Förvaltnings AB kreditvolym, Källa; Framtiden Förvaltnings AB, delårsrapport 1 jan-aug 2002*

Framtiden utnyttjar värdepapperiseringen till största del för att refinansiera befintliga lån<sup>102</sup>.

#### 5.1.2 Tid för genomförande

Då detta är den fjärde värdepapperiseringen i Framtiden AB så har tiden för uppstartning och genomförande blivit betydligt kortare än de tidigare. I detta fall behövdes ca 6 månader från uppstart innan värdepapperiseringen kunde genomföras.

#### 5.1.3 Rating

De underliggande tillgångarna har värderats av både *Moodys* och *Standard & Poor's*. Värderingen blev Aaa från *Moodys* och AAA från *Standard & Poor's*. De underliggande riskerna som de båda ratingföretagen utpekar är;

---

<sup>101</sup> Pre-Sale, Framtiden Multi-Family Housing No 4, Moodys, 2002-09-24

<sup>102</sup> Delårsrapport 1 januari-augusti 2002, Framtiden Förvaltnings AB

#### *Fel hos låntagare*

Risken finns i det att var och en av *låntagarna* måste ha ett flöde av hyresintäkter för att kunna betala ränta på lån. Detta flöde skulle kunna minska om antalet uthyrda lägenheter skulle minska eller det att hyrestagare inte erlägger hyra. Fel hos *låntagaren* kan också uppstå om denne skulle försätta sig i konkurs (se även *låntagares* konkurs).

#### *Låntagares konkurs*

Om en låntagare försätts i konkurs har *Framtiden AB* möjlighet att använda sig av kreditförstärkning för att försäkra investerarna om ränta.

#### *Utmätning*

Kronofogdemyndigheten kan förelägga utmätning av en *låntagare* om denna inte kan betala sina skulder. *Låntagarens* hyresintäkter kommer vid en sådan situation endast beviljas att täcka kostnader för fastighetens underhåll och inte räntekostnader. Räntekostnader kommer att erläggas först vid en eventuell tvångsförsäljning.

#### *Likviditetsrisk*

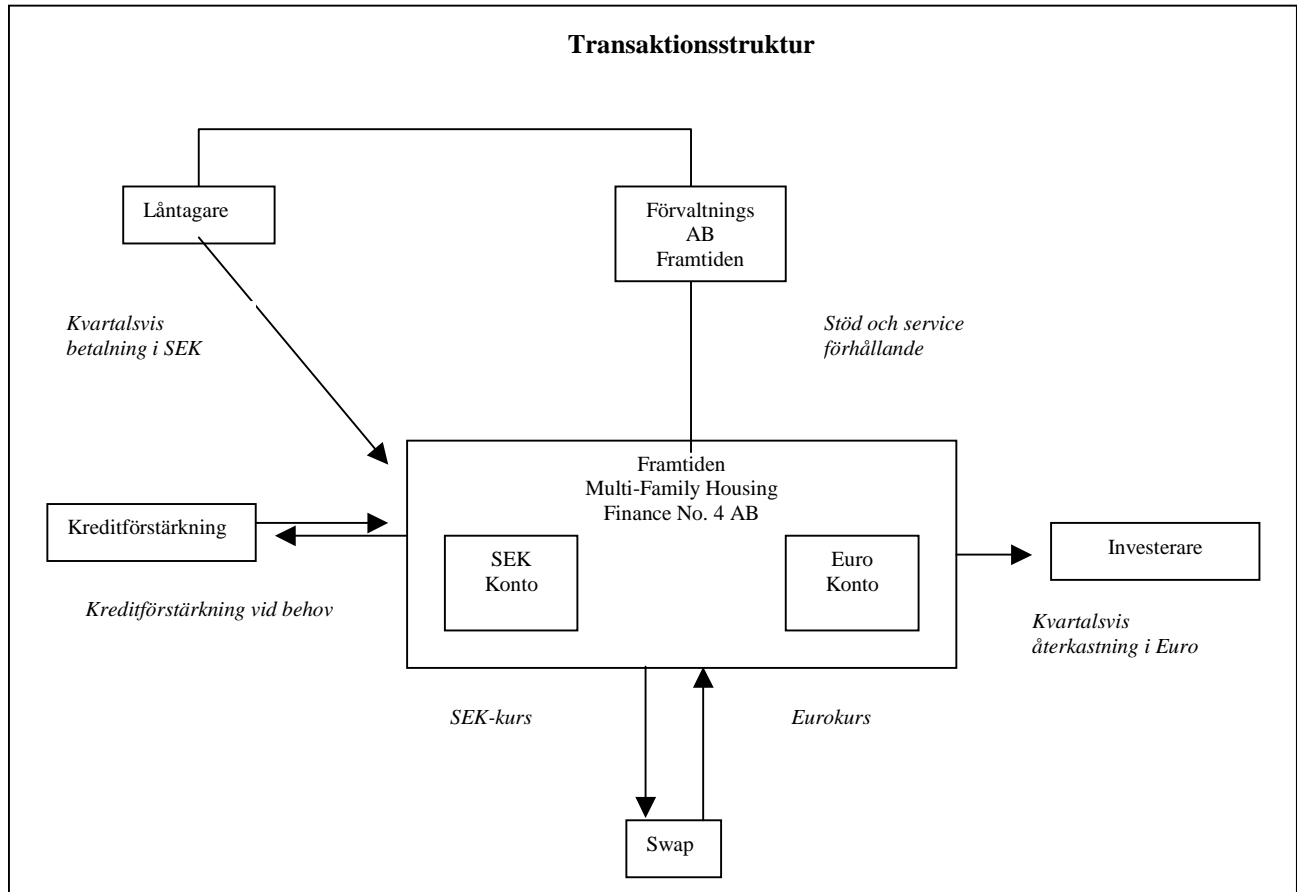
Likviditetsrisken i värdepapperiseringsstrukturen kan uppstå på två olika håll. Dels av de nämnda fel hos *låntagaren* och dels pga. av exempelvis en förestående konkurs hos *låntagaren* att långivaren inte skulle utbetala eller fördröja lånet. I båda dessa fall kan kreditförstärkning användas men har då den nämnda begränsningen på 253 MSEK. Om denna övre gräns överskrids är då avtalat att kreditförstärkningsinstitutet, om denne inte vill förnya kreditförstärkningen, skall utnyttja alla till buds stående åtgärder för att hitta ett nytt kreditförstärkningsinstitut som är beredda att ge kredit. Det nya kreditförstärkningsinstitutet skall ha samma eller högre kreditvärdighet och rating som det första.

#### *Valutarisk*

Utställaren *Framtiden AB* kan genom swap-avtal med sin swap-motpart försäkra *investerarna* rätt ränta vid en eventuell kursförändring.

### 5.1.4 Struktur

Som utställare av obligationer står ett public limited bolag (SPV) som står under svenska staten och benämns *Framtiden Multi-Family Housing Finance No.4 AB* (Framtiden AB).



Figur 9: Värdepapperiseringsstruktur Framtiden, Källa; Egen

Tillgången som värdepapperiseras är 162 pantbrev vilket innebär att detta är en Mortgage Backed Securities (MBS).

Enkelt sett kan ovanstående modell förklaras att då investerarna köper femåriga obligationer kommer dessa pengar gå in i *Framtiden AB* (SPV-bolag) som ställer ut femåriga lån till *Låntagare*. Kvartalsvis sker sedan endast räntebetalning i SEK genom hyresintäkter från *Låntagare* till *Framtiden AB*. *Låntagarnas* återbetalning på lånet äger rum i oktober 2007.

Då merparten av investerarna i projektet med största sannolikhet är utländska finns möjlighet för *swap* för att säkra vid valutakursrisk. Skulle det föreligga kreditrisk finns det utomstående kreditförstärkning som kan uppgå till maximalt 253 MSEK. Kvartalsvis erhåller sedan *investerare* ränta på sin investering.

### 5.1.5 Investerares

Merparten av *investerarna* i detta projekt utgörs utav internationella försäkrings- och livbolag<sup>103</sup>. Varje obligation säljs till ett värde av 100 000 Euro och har en förväntad tid på fem år dvs. till oktober 2007. Investeringen får räknas som en långsiktig sådan och attraherar därför främst tidigare nämnda bolag. Denna värdepapperisering blev kraftigt övertecknad och väl fördelad över Europa<sup>104</sup>.

Investerares vinst i affären är en fixerad marginal på 4 % över referensräntan som i Framtiden utgörs av Riksbankens ränta som då var 2 %. I oktober 2002 skulle investerares, före eventuella valutaskillnader, erhålla 6 % ränta på sin investering.

Värdepapperiseringen är en single-tranche och det finns därmed ingen skillnad mellan de obligationer som ställs ut för olika *investerares*. Samtliga *investerares* har samma ränta och lika risk i investeringen.

En andrahandsmarknad för obligationerna kan förekomma men är i detta fall inte vanligt förekommande. Investerares står med största sannolikhet kvar i sina positioner under hela löptiden<sup>105</sup>.

### 5.1.6 Originatorn

De fördelar som Framtiden förvaltning AB uppnådde genom sin fjärde värdepapperisering:<sup>106</sup>

- Upplösning av syndikerade banklån och inhemska banklån.
- Ökning av koncernens likvida medel.
- Ökade koncernens genomsnittliga återbetalningstid för befintliga krediter med knappt ett år.

## 5.2 Farms fallstudie<sup>107</sup>

### 5.2.1 Bakgrund

Farms är den första värdepapperiseringen gjord av Jordbrukskredit AB (JK). Jordbrukskredit uppstartades redan 1982 och ägs till 100% av Spintab. Jordbrukskredit beviljar lån till enheter som är klassificerade som jordbrukstillgångar av den Svenska Skattemyndigheten. Mängden av areal tillhörande jordbruksfastigheten fastställer klassificeringen. Jordbrukskredit är en centraliserad långgivare vars produkter distribueras genom Swedbanks branschnätverk. I nuläget finansierar Spintab Jordbrukskredit direkt. Jordbrukskredits huvudsakliga konkurrent är Landshypotek, (LH). Landshypotek och Jordbrukskredit är de enda institutionerna i Sverige som enbart koncentrerar sig på den här sektorn. Tillsammans har de en majoritet på den svenska marknaden. Farms sjösattes den 7 november 2001 med en utstående massa på 1.6 miljarder euro och är den första syntetiska värdepapperiseringen i Sverige. En syntetisk

---

<sup>103</sup> Intervju Per Tysk 2002-12-03

<sup>104</sup> Delårsrapport 1 jan-aug 2002, Framtiden Förvaltning AB

<sup>105</sup> Telefonintervju, Ted Karlsson, 2002-12-17

<sup>106</sup> Delårsrapport 1 jan-aug 2002, Framtiden Förvaltning AB

<sup>107</sup> Pre-Sale, Farms, Moodys, 2001-09-01

struktur innebär att delar av låneportföljen isoleras från bankens balansräkning och transfereras till tredje part( investerarna) utan att egentlig mening flytta lånen.<sup>108</sup> Detta görs med hjälp av nya obligationer som kallas CLN:s.

Utfärdaren är ett företag baserat i Jersey och helt ägt av en s.k. trust, stiftelse. I förfarandet sker ingen *true sale* av tillgångarna till SPV:t. Förluster är kopplat till identifierbar pool av lån s.k., Referens Pool, som är uppbackad av Jordbrukskredit. Referenspoolen består av varierande rankade pantbrev som är säkrade genom en kombination jordbruk, skog och bostadshus. Den största kreditrisken för investerarna är förluster på referenspoolen som skulle överstiga de kreditförstärkande åtgärderna.

### 5.2.2 Rating

Transaktionen har blivit bedömd av Moodys vilka har delat in den i fyra olika trancher vilka utgör 13,25%. Den första tranchen har fått rankingen Aaa 4%, den andra Aa3 6%, den tredje A2 1,5% och den fjärde Baa2 1,75%. Dessa klasser benämns i fortsättningen som klass A, B, C och D. De resterande 86,75% utgörs av en s.k. Super Senior swap och innehar en privat ranking vilken en stor bank står bakom<sup>109</sup>. Super senior swap kommer alltid att betalas och kan därmed nästan ses som helt riskfri. Vid eventuella förluster som överstiger kreditförstärkningarna i referenspoolen är det först tranchen D som ej kommer att få betalt osv.

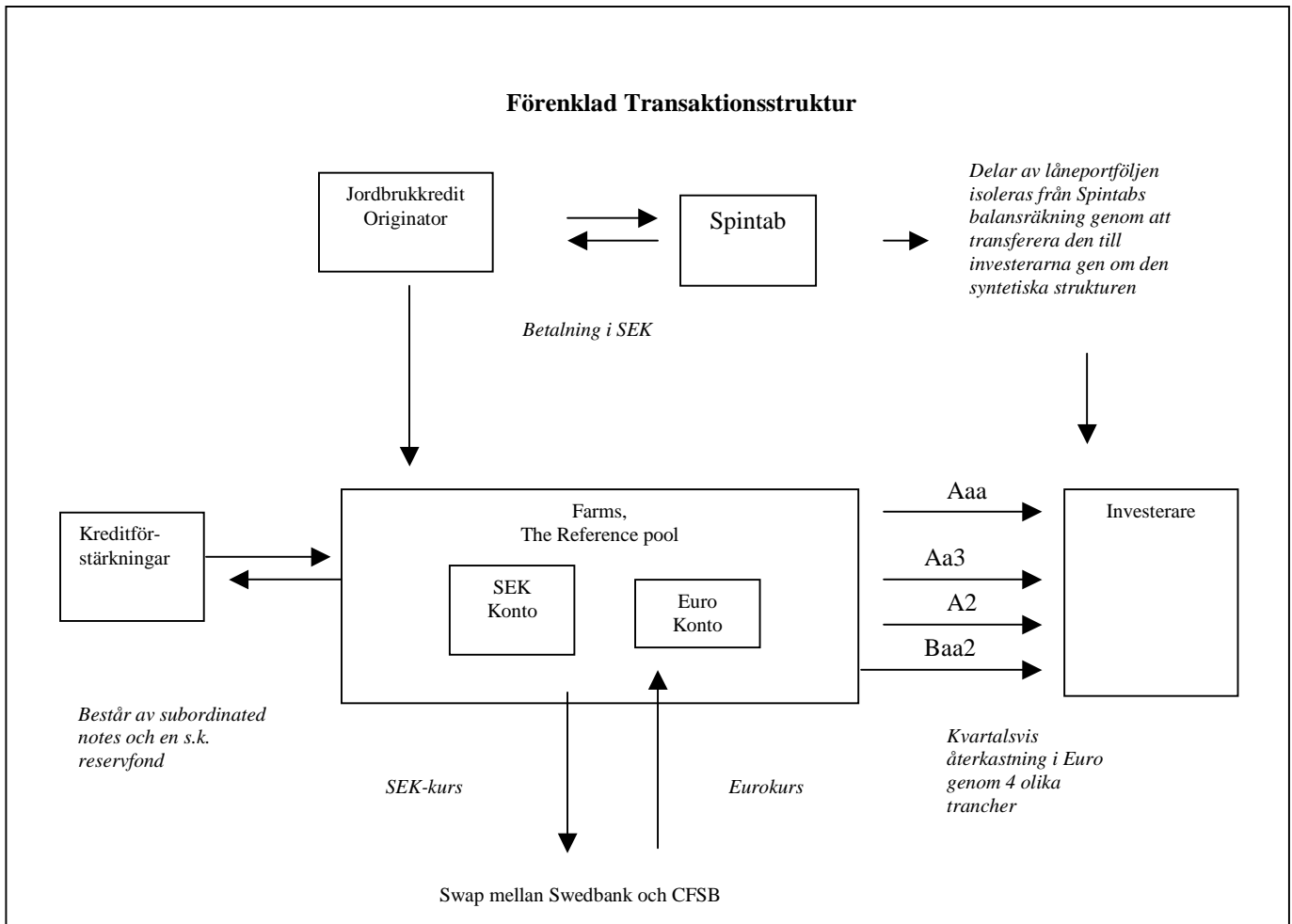
Ratingen baseras på till viss del hur starkt kassaflödet är och även på de olika parternas roller i strukturen.

1. Analys av den säkrade poolen och dess karaktäristika vilken backar upp investerarna.
2. Analys av standardavvikelsen på historiska förluster på tillgångar baserade på Jordbrukskredit.
3. Kassaflödesanalys av transaktionen för att utvärdera den syntetiska betydelsen av strukturen.
4. Den legala frågan i strukturen
5. Jordbrukskredits roll som administratör och dess garantier.
6. Spintabs roll som utfärdare av garantier till investerarna
7. Swedbanks roll som swaputställare och dess motpart Credit Suisse First Boston International (CFSB).

---

<sup>108</sup> Charles A Stone, *Synthetic Securitization*, The Securitization Conduit 1999-01-01

<sup>109</sup> Telefonintervju Ted Karlsson, 2002-12-17



Figur 10: Förenklad transaktionsstruktur på Farms. Källa: Egen

### 5.2.3 Strukturen

Spintab får kreditskydd genom den syntetiska strukturen på referenspoolen. Investerarnas största risk är att förluster överstiger den givna kreditsupporten. Förluster som genereras på referenspoolen, utöver det externa skyddet, kommer att bli allokerad i omvänd ordning d.v.s. klass D först.

Med hjälp av den syntetiska strukturen som Farms är uppnår man vissa fördelar bl.a. att en mindre kreditförstärkning behövs, eftersom delar av risken är transfererad till andra investerare. Strukturen blir på så sätt mindre känslig för störningar. Även en del legala risker som berör insolviteten hos originatorn försvinner också.

Med hjälp av den syntetiska strukturen har således Spintab kommit ur risken att bli tvungna att betala investerarna i C och D tranchen om Farms skulle gå i konkurs. Däremot skulle de bli tvungna att betala klass A och B.

#### 5.2.3.1 Hot mot strukturen

Vid en rad typ av händelser skulle Farms bli tvungen att upphöra t.ex. vid vissa skatteändringar i den svenska skattelagstiftningen som påläggning av uppskjuten skatteskuld. Att Spintab eller Swedbank skulle få svårigheter att fullfölja sina åtaganden eller göra

konkurs. Att nya kapitaltäckningskrav från Finansinspektionen skulle göra strukturen omöjlig att vidhålla i sin nuvarande utformning.

## **5.2.4 Styrkor och svaghet i Farms**

### **5.2.4.1 Styrkor**

- De underliggande låntagarna till referenspoolen har en mycket låg frekvens av att göra konkurs och därmed inte kunna betala tillbaka sina lån. Denna uppfattning bygger på historiska data sedan Referenspoolen skiljer på inkomster och tillgångar.
- Diversifierad inkomstkälla hos vissa låntagare. I vissa fall finns även inkomster från skog och jordbrukstillgångar utöver hyresinbetalningarna.
- Referenspoolen består av välbalanserade lån vad gäller förfallodatum.
- Referenspoolen är väl geografiskt diversifierad. Låneporföljen täcker tillgångar från norr till söder.

### **5.2.4.2 Svagheter**

- Låntagarnas tillgångar och inkomster är koncentrerade till jordbruksekonomin. Detta gör referenspoolen sårbar för en ekonomisk chock i sektorn. En sådan chock skulle kunna komma utifrån en reduktion av jordbruksbidrag.
- Begränsat alternativvärde för tillgångarna i referenspoolen. En potentiell köpare av tillgångar i referenspoolen behöver en specialist innan övertagandet av tillgångar kan ske. Endast 40 % är inom en radie på 100 km ifrån Sveriges tre största städer, Stockholm, Göteborg; Malmö.

27,5 % av referenspoolens pantbrev består utav andraklassens rankade pantbrev.

## 6. Intervjuer Empiri

*Genom intervjuer gjorda med experter på området har vi försökt att få svar på de frågeställningar som vi hade. Antalet experter inom ämnet är begränsat i Sverige, och huvuddelen finns i Stockholm. Personliga intervjuer, förutom telefonintervjuer, har genomförts med Erik Gärdén Öhman Corporate & Structured Finance, Katarina Engborg SEB Merchant Banking, Henrik Jonasson Analyst Export & Projekt Finance, Swedbank, Ted Karlsson Vice President, Debt Capital Markets Swedbank och Per Tysk, Vice President Handelsbanken Trading.*

### 6.1 Värdepapperisering

För att belysa respondenternas kunskaper görs en enkel sammanfattning på vissa värdepapperiseringar som de medverkat i.

SEB gjorde på 90-talet genom Osprey Sveriges första värdepapperisering och väckte på så vis intresse för metoden. Öhmans var också väldigt tidigt ute genom Lita bolån 1994 där man använde sig av Posten som distributör. Senare 1999 tog man hand om Telias leasingfordringar.<sup>110</sup> Handelsbanken gjorde sin första värdepapperisering 1999 genom Framtiden Housing Ab tillsammans med SEB.<sup>111</sup> Swedbank har dessutom konstruerat den kanske mest intressanta värdepapperisering hittills, Farms.

De flesta värdepapperiseringar anses vara lyckade finansiella projekt och fallit väl ut. Den enda helt misslyckade värdepapperiseringen är i Sverige i dag Kopparudden Fastighets AB 1999 på en utomstående tillgångsmassa på 25 miljoner dollar.<sup>112</sup> Transaktionen genomfördes av Fredell & Co AB. Även de två statliga emissionerna på 90-talet S:t Erik och S:t Göran vilka var mycket dåligt gjorda och med höga arvoden till de medverkande. Transaktionen har relaterats till värdepapperisering get metoden en dålig klang.<sup>113</sup>

Anledningen till att värdepapperiseringen inte är särskilt utvecklad i Sverige är dels p.g.a. att den vanligaste typen av värdepapperiseringar är inom fastighetsbranschen. Just i Sverige har fastighetsbranschen fram till för några år sedan haft en lång historia av statlig reglering som inte skapat något behov för värdepapperisering.<sup>114</sup> Byggandet av fastigheter i Sverige har även i förhållande till andra länder varit mycket låg vilket inte heller har ökat behovet av värdepapperisering.<sup>115</sup>

De intervjuade vill också betona den låga finansieringskostnaden samt diversifiering av finansieringskällor. Det sistnämnda är mycket relevant då allt fler storföretag vill komma bort från beroendet av ett fåtal banker för sin upplåning.<sup>116</sup>

Genom att använda sig av värdepapperisering som finansieringsform uppnår man många fördelar gentemot traditionell finansiering. Expertisen var ganska enig om:

---

<sup>110</sup> Intervju Erik Gärdén, 2002-12-02

<sup>111</sup> Intervju Per Tysk, 2002-12-03

<sup>112</sup> Telefonintervju Sören Ferin 2002-11-25

<sup>113</sup> Intervju Per Tysk, 2002-12-02

<sup>114</sup> Ibid

<sup>115</sup> Ibid

<sup>116</sup> Ibid



- Diversifierad skuldfinansiering och flexibiliteten d.v.s. företaget slipper förlita sig på en finansieringskälla.
- Risk kontrollen, företagen tvingas att gå igenom sina risker och utarbeta en procedur för att se över sina rutiner
- Management risken försvinner genom tillgången är låst i SPV:t och det ej kan ändra sin strategi .

Att få en lägre ränta och därmed en lägre kostnad för kapital ses inte som huvudskäl.<sup>117</sup>

Problemen med värdepapperiseringsprocessen ansågs vara följande:

- Den kritiska tillgångsmassan för att en värdepapperisering ska kunna vara lönsam är minst 500 miljoner kronor.
- Avsaknaden av juridiska konstruktioner.
- Höga uppstartningskostnader

Fenomenet med lemon selling och cherry picking ser inte ut att vara något större hot mot värdepapperiseringen med bank som originator idag eftersom en bank är mån om sitt rykte. Rating förhindrar effektivt att företeelsen förekommer. Ett certifieringsprogram måste uppfyllas för att Standard & Poor's och Moodys skall kunna bedöma tillgångarna och ge en kvalitets stämpel. När även det historiska perspektivet vägs in förhindras Lemon selling men inte Cherry picking Ratinginstitutionerna besitter även samma information som bankerna och förhindrar på så vis ovanstående fenomen.<sup>118</sup>

Det finns många andra problem som rör värdepapperiseringen i Sverige. Problem som inte berör själva värdepapperiseringsprocessen. Vi tar nedan upp sådana problem.

Rishtagandet i Sverige är mindre om man jämför med USA. Amerikanska investerare är mycket mer riskbenägna medan svenskar är mer "osofistikerade" och handlar med statsobligationer. Den höga likviditeten i svenska statsobligationer har därför minimerat intresset för obligationer med värdepapperiserade tillgångar som säkerhet.<sup>119</sup> Att marknaden avreglerades så sent som 85-86 anses även det vara en nackdel för värdepapperiseringen i Sverige.<sup>120</sup> Den svenska lagstiftningen har fram till 2001 varit restriktiv vad gäller olika komplicerade finansieringslösningar vilket nu är ändrat.<sup>121</sup> Att man dessutom är tvungen att placera SPV:t utomlands p.g.a. olika skatteskal vilket tar tid och försvårar processen är en bidragande orsak. Den mest bidragande orsaken anses dock enligt en enig panel ha varit bristen på intresse och kunskap hos svenska investerare.

Svenska banker har som tradition att ha långa och trogna kundkontakter. Flexibiliteten mellan olika finansieringslösningar har därför kommit på skam då utvecklingen bromsas av en lättillgänglig traditionell lånefinansiering. Avsaknad av standardlösningar som man kan finna

---

<sup>117</sup> Intervju Katarina Engborg, 2002-12-02

<sup>118</sup> Intervju Per Tysk, 2002-12-02

<sup>119</sup> Intervju Erik Gärdén, 2002-12-02

<sup>120</sup> Intervju, Ted Karlsson, Henrik Jonasson, 2002-12-03

<sup>121</sup> Ibid

på Cayman Islands eller på Jersey försvårar också det processen för olika värdepapperiseringslösningar inom Sveriges ramar.<sup>122</sup>

### **6.1.1 Genomförandet**

När man ser hur en värdepapperisering går till är det många bitar som skall falla på plats innan processen och strukturen är färdig att tas i bruk. En värdepapperisering tar mycket lång tid att utföra 3 mån till 1 år beroende på vilka fordringar som skall värdepapperiseras.<sup>123</sup> Ju mer riskfylld fordringen är desto längre tid tar det.<sup>124</sup> Vad som tar tid är att matcha en villig investerare med originatorn, ratingprocessen, den legala aspekten d.v.s. hitta en struktur som passar tillgången och bolaget. Även att kunskapen brister hos vissa företag kan vara en tidsödande faktor.<sup>125</sup>

Den senaste värdepapperiseringen i Sverige är Framtiden Multi-Family Housing Finance No. 4 och tog endast 3 månader att göra vilket var beroende på att samma typ av värdepapperisering genomförts tre gånger tidigare i samma bolag. Vilket gjorde att verktygen och strukturen för processen redan var utformade tre gånger tidigare.<sup>126</sup>

SEB, Debt Capital Markets, har utvecklat en tidtabell för en conduit transaktion på 15 veckor. Om det är ett relativt enkelt förfarande så kan det vara möjligt att komma ner till 12 veckor men 15 veckor är mera realistiskt i de flesta fall. Värdepapperiseringarna har i Sverige tidigare i normalfallet tar däremot betydligt längre tid vilken varierar mellan 6-9 månader.<sup>127</sup>

## **6.2 Lagstiftning**

### **6.2.1 Redovisning av SPV**

De främsta drivkrafterna i Europa och USA har varit Off-balance lösningen d.v.s. att företaget lyfter ur en lågavkastande tillgång från balansräkningen för på så vis höja return on equity (ROE) och därmed visa upp bättre siffror.<sup>128</sup> Traditionellt så har SPV kunnat lyftas bort från balansräkningen och detta har varit en viktig egenskap hos SPV.<sup>129</sup>

I Sverige har däremot On-balance lösningen gällt när ett företag genomfört värdepapperiseringar vilket kan ge en högre kreditvärdighet. Införandet av IASC nya regler om redovisning av SPV kommer att leda till att det blir svårare att redovisa SPV:t utanför balansräkningen vilket kan leda till att tillgångar som lagt utanför BR blir tvungna att tas in igen vilket skulle leda till stora kostnader för bankerna.<sup>130</sup>

---

<sup>122</sup> Telefonintervju, Johan Andreasson, 2002-11-21

<sup>123</sup> Intervju Katarina Engborg, 2002-12-02

<sup>124</sup> Intervju Erik Gärdén, 2002-12-02

<sup>125</sup> Intervju, Ted Karlsson, Henrik Jonasson, 2002-12-03

<sup>126</sup> Intervju Katarina Engborg, 2002-12-02

<sup>127</sup> Ibid

<sup>128</sup> Intervju Erik Gärdén, 2002-12-02

<sup>129</sup> Telefonintervju, Percy Bargholtz 2002-12-06

<sup>130</sup> Intervju Per Tysk, 2002-12-02

Nedan beskrivs hur redovisningen av värdepapperisering som regel ser ut om SPV:t redovisas:<sup>131</sup>

1. **On-balance sheet:** SPV:t redovisas genom att de underliggande tillgångarna (t.ex. kundfordringar) tas upp till sitt nominella värde på tillgångssidan och dessa motkonteras med en skuld.

<u>Tillgångar</u>	<u>Skulder</u>
Kassa 100	Skuld 100
Fordring 100	

2. **Off -balance sheet:** Kundfordringarna tas då bort från tillgångssidan och de inbetalda pengarna från SPV:t redovisas som kassa.

<u>Tillgångar</u>	<u>Skulder</u>
<del>Fordring 100</del>	
Kassa 100	

Efter Enron kraschen så har balansräkningens informationsspeglings betydelse blivit en ännu viktigare fråga i redovisningssammanhang.<sup>132</sup> Balansräkningskonsolidering av SPV berörs bland annat av IAS 22,27 och 39.<sup>133</sup>

När revisorer avgör om SPV ska konsolideras på balansräkningen eller inte så tittar man främst på tre aspekter, dessa är kontroll, risk och framtida kassaflöden<sup>134</sup>. Om originatorn ska kunna redovisa ett SPV utanför balansräkningen så krävs det att tre kriterier är uppfyllda. Dessa är:<sup>135</sup>

1. SPV:t ska inte vara under originatorns kontroll.
2. Originatorn ska inte ha risker i SPV:t.
3. SPV:t ska inte förväntas ge originatorn framtida kassaflöden.

Ofta ligger till viss del SPV:t under originatorns kontroll vilket kan ge upphov till en risk. SPV:t förväntas oftast generera ett framtida kassaflöde till originatorn. Detta eftersom att det finns ett räntenetto som genererar ett överskott i SPV:t och om överskottet finns kvar efter att investerarna fått sin avkastning så tillfaller överskottet oftast originatorn.<sup>136</sup> Detta gör att SPV:t kan behövas tas upp i balansräkningen om redovisning ska ske efter IASC:s regler.

---

<sup>131</sup> Telefonintervju Jan Buissman, 2002-12-17

<sup>132</sup> Telefonintervju Kersti Lord 2002-12-16

<sup>133</sup> Telefonintervju, Jan Buissman, 2002-12-17

<sup>134</sup> Telefonintervju Kersti Lord 2002-12-16

<sup>135</sup> Telefonintervju, Jan Buissman, 2002-12-17

<sup>136</sup> Telefonintervju Percy Bargholtz, 2002-12-06

## 6.2.2 True sale

En annan aspekt att tänka på vid redovisning av SPV:s på eller utanför balansräkning är att se på om värdepapperisering ska ses som en true sale eller inte, vilket beror på om transaktionen ses som en försäljning eller som en finansiell verksamhet.<sup>137</sup> Om värdepapperiseringstransaktionen bedöms vara en finansiell verksamhet har ingen true sale ägt rum och då måste den värdepapperiserade tillgången konsolideras i originatorns balansräkning<sup>138</sup>. I dagsläget är det ofta en bedömning av revisorer och jurister som ligger till grund för om transaktionen bedöms vara en true sale.<sup>139</sup> Utgångspunkten för bedömningen om true sale ägt rum bör, vara att det inte skall få finnas någon kreditrisk kvar hos originatorn. Överlåtelsen ska även vara fullständigt genomförd, vilket innebär att tidpunkten för äganderättens övergång ska ha inträtt och att överlåtelsen ska vara definitiv. Originatorn får inte heller ha åtagit sig att återförvärva fordringarna för att en true sale ska råda.<sup>140</sup>

Det finns svårigheter att bedöma om SPV:t ligger under originatorns kontroll eller om det finns risk förbundet med att upprätta ett SPV.<sup>141</sup> Om vinst uppstår i SPV går den ofta till något behjärtansvärt som t.ex. Osprey som främjar forskningen om fiskgjusen.<sup>142</sup>

## 6.2.3 Kapiteltäckningskrav

För att ett SPV ska vara lönsamt så krävs att det inte har något kapiteltäckningskrav.<sup>143</sup> Propositionen ”Bättre förutsättningar för värdepapperisering” har medfört att SPV-bolag inte längre behöver uppfylla något kapiteltäckningskrav förutsatt att SPV:t inte förvärvar kundfordringar mer än enstaka gånger.<sup>144</sup> Därmed ökar de lagstadgade förutsättningarna för att bilda SPV-bolag i Sverige markant.<sup>145</sup>

### 6.2.3.1 Basel 2:s påverkan på bankernas kapiteltäckningskrav

Bankerna är idag initiativtagare till många av de värdepapperiseringarna som genomförts i Sverige. Det är inte ovanligt att banken är originator och/eller investerare vid en värdepapperisering.<sup>146</sup>

Risken och därmed kapiteltäckningskravet vid denna typ av värdepapperisering bedöms utifrån poolens rating, räntenettet i SPV och ratingen på de utgivna värdepapperna. Vid riskbedömningen av utgivna värdepapper används nästan uteslutande externa ratinginstitutioner.<sup>147</sup> Banker som har köpt de mest riskfyllda värdepapperna i en värdepapperisering kan bli tvungna att enligt Basel 2 dra av 100 % av det beloppet från sin kapitalbas. Det innebär att kapiteltäckningskravet för en sådan position blir mycket högt.<sup>148</sup>

---

<sup>137</sup> Intervju Per Tysk, 2002-12-02

<sup>138</sup> Telefonintervju, Jan Buissman, 2002-12-17

<sup>139</sup> Telefonintervju Kersti Lord, 2002-12-16

<sup>140</sup> Telefonintervju, Jan Buissman, 2002-12-17

<sup>141</sup> Telefonintervju Percy Bargholtz, 2002-12-06

<sup>142</sup> Intervju Per Tysk, 2002-12-02

<sup>143</sup> Telefonintervju, Kristian Bentzer, 2002-12-05

<sup>144</sup> Lag (1992:1610) om finansieringsverksamhet

<sup>145</sup> Telefonintervju, Kristian Bentzer, 2002-12-03

<sup>146</sup> Telefonintervju Percy Bargholtz, 2002-12-06

<sup>147</sup> Finansinspektionens rapport: 2002:8, Riskmätning och kapitalkrav 2.

<sup>148</sup> Ibid

Intervjurespondenterna på samtliga av bankerna vi genomfört intervju på ansåg att Basel 2 kommer att höja bankernas nuvarande kapitaltäckningskrav på 8 %.<sup>149</sup> Detta kommer i sådant fall att höja bankernas omkostnader och därmed tvinga upp bankernas utlåningsräntor. Vilket i sin tur skulle göra att det blir dyrare för företag att låna pengar av banken och därför menar man att företagen kommer att söka efter andra finansieringsmöjligheter såsom värdepapperisering.<sup>150</sup>

Samtliga experter som vi intervjuat ansåg att om bankerna höjde sina utlåningsräntor så skulle företagen värdepapperisera mer.

Intervjurespondenterna på finansinspektionen anser att de nya kapitaltäckningskraven inte innebär någon speciell procentsats för kapitaltäckningskravet.<sup>151</sup> De nya reglerna formulerar istället en komplex metod för att individuellt bedöma kapitaltäckningskravet för bankerna genom att metoden kommer att ta hänsyn till den moderna bankens olika riskexponeringar.<sup>152</sup>

### **6.3 EMU implikationer**

Ett inträde i EMU kommer att påverka värdepapperiseringen på grund av att valutariskerna elimineras. Detta leder till det att blir lättare att finna investeringskapital till de värdepapper som emitteras av specialföretag eftersom hela den europeiska investerarmarknaden blir mer tillgänglig.<sup>153</sup>

EMU kommer dessutom att leda till att kapitaltäckningskraven för banker kommer att öka vilket leder till att bankerna måste höja sina marginaler för att satsifiera aktieägarnas avkastningskrav.<sup>154</sup>

Större delen av låntagarna i Europa vill finansiera sina tillgångar i euro och inte i svenska kronor. En övergång till euro kommer därför att göra det lättare för en låntagare att finansiera värdepapperiseringen eftersom kostnaderna för valutasäkring försvinner.<sup>155</sup>

För att verkligen underlätta för värdepapperisering inom EMU anses inte en gemensam valuta fullt tillräcklig. Det kommer även att krävas harmoniserade lagar och redovisningsregler, först då kommer volymen att öka.<sup>156</sup>

---

<sup>149</sup> Regeringens proposition 2000/01:19 s 16

<sup>150</sup> Ted Karlsson, Henrik Jonasson, 2002-12-03

<sup>151</sup> Telefonintervju Kristian Bentzer, 2002-12-05

<sup>152</sup> Telefonintervju Percy Bargholtz, 2002-12-06

<sup>153</sup> Intervju, Ted Karlsson, Henrik Jonasson, 2002-12-03

<sup>154</sup> Ibid

<sup>155</sup> Intervju Per Tysk, 2002-12-02

<sup>156</sup> Intervju, Ted Karlsson, Henrik Jonasson, 2002-12-03

## 6.4 Intresse och kunskap

### 6.4.1 Vilka är investerarna

Den svenska investerarmarknaden är för liten och besitter en alldeles för dålig kunskap för att visa sitt intresse menar alla respondenterna. Vilket leder till att sofistikerade värdepapperiseringslösningar tar längre tid. Ofta försöker man applicera amerikanska standardlösningar direkt på svenska förhållanden. Till exempel gjordes den första syntetiska värdepapperisering i Sverige 2001 och då med stor hjälp av en utländsk bank.<sup>157</sup>

På grund utav otillräcklig kunskap om värdepapperisering och en liten investerarmarknad i Sverige riktas nu emissioner mot hela Europa och ofta även USA<sup>158</sup>. De flesta investerarna är försäkringsbolag, institutioner, pensionsstiftelser i USA. Även stora conduitbolag i Europa och USA är intresserade av att investera i svenska SPV.<sup>159</sup> Den svaga kronan ger då upphov till omfattande swapkostnader för att täcka valutarisken. Då swapkostnader uppstår är det av stor vikt att värdepapperiseringsvolymen är stor för att det hela skall bli lönsamt.<sup>160</sup> Utländska investerares uppfattning av att Sverige är en avkrok i sammanhanget försvårar även utvecklingen.<sup>161</sup> Svenska pensionsstiftelser typ Alecta, AP fonden m.m. borde vara naturliga investerare nu och i framtiden.<sup>162</sup>

Instrumentet man in investerar i är oftast real eller nominella ränteobligationer som man sedan kan handla på obligationsmarkanden, SOX, med minsta nominella belopp på 100 000 sek. Räntan på dessa obligationer är då runt 25-30 punkter över vanliga statsobligationer vilket borde vara ett intressant placeringsalternativ även för privatpersoner.<sup>163</sup> Om det även skulle finnas möjlighet att placera i osäkrare obligationsklasser som BBB vilket skulle kunna ge cirka 160 punkter utöver en statsobligation skulle det vara mycket intressant.<sup>164</sup>

### 6.4.2 Konkurrenten i Sverige

Tidigare har det spekulerats om att värdepapperisering skulle vara ett hot mot bankerna och deras ställning som finansiärer. Intervjurespondenterna ansåg att Basel 2 kommer att höja bankernas kapitaltäckningskrav vilket leder till att bankerna förmodligen höjer sin utlåningsränta. Detta kommer i sin tur att göra att det blir dyrare för företag att låna pengar av banken och därför kommer företagen att söka efter andra finansieringsmöjligheter såsom värdepapperisering. På så vis kan man därför mena att disintermedieringen kommer att öka. Trots detta tror inte intervjurespondenterna att bankernas position som finansiärer kommer att minska och hota deras existens.<sup>165</sup> Banken fungerar mer som en intermediär. Det är även svårt att dra en gräns mellan begreppen factoring, leasing, sale and lease-back, lån mm. Värdepapperisering kompletterar en mera traditionellt finansiering på ett mycket finurligt sätt

---

<sup>157</sup> Intervju, Ted Karlsson, Henrik Jonasson, 2002-12-03

<sup>158</sup> Intervju Katarina Engborg, 2002-12-02

<sup>159</sup> Ibid

<sup>160</sup> Intervju, Ted Karlsson, Henrik Jonasson, 2002-12-03

<sup>161</sup> Ibid

<sup>162</sup> Intervju Per Tysk, 2002-12-02

<sup>163</sup> Intervju Erik Gärdén, 2002-12-02

<sup>164</sup> Intervju, Ted Karlsson, Henrik Jonasson, 2002-12-03

<sup>165</sup> Intervju Per Tysk, 2002-12-02

genom att banken blir av med lågavkastande banklån. Banken kommer dessutom även ur kreditrisken.<sup>166</sup>

Genom de nya tekniska finansiella lösningar som bankerna kan erbjuda, bl.a. värdepapperisering byggs även nya starka kundrelationer.

Risken att utländska banker och kreditinstitut inom branschen skall ta svenska kunder är liten p.g.a. de saknar en lokalkännedom om Sverige och dess skattelagstiftning. Dock kan man redan nu känna av ett ökat intresse från amerikanska banker och företag som vill göra metoden mer lättillgänglig. Men de konkurrerar då med svenska institutionerna som har mycket nära och god kontakt med sina kunder.<sup>167</sup>

Konkurrensen mellan värdepapperisering och aktiemarknaden som kapitalanskaffningskälla ger fördelen till värdepapperiseringsalternativet då detta inte är konjunkturkänsligt i samma utsträckning. Respondenterna menar att lågkonjunkturen inte påverkar värdepapperiseringens framväxt.

## 6.5 Rating

Värdepapperisering kan vara ett bra finansieringsalternativ för företag med dålig rating om företaget har en bättre rating på sin fordringsstock med god kvalitet. Detta på grund av att företag med låg rating har svårt att erhålla bra lånevillkor hos en bank. Istället kan då företaget värdepapperisera sina kundfordringar och på så vis få en bättre lånebild d.v.s. finansiering. Kundfordringar anses ofta vara mer trögrörliga än företagen själva vilket då kan ge upphov till en lättare och bättre genomlyst ratingprocess.<sup>168</sup>

Tidsåtgången och kostnaden för rating avgörs genom transaktionens komplexitet. Den tar normalt tre till fyra månader.<sup>169</sup> Ofta krävs även dubbel rating vid en komplicerad struktur för att investerare vill vara på den säkra sidan, vilket trissar upp kostnaderna om man är tvungen att använda sig av både Standard & Poor's och Moodys.<sup>170</sup> Ratingkostnaden är dock mindre än den legala kostnaden, speciellt om man blir tvungen att vända sig till jurister i USA.<sup>171</sup>

I Sverige är det bara de riktigt stora företagen som innehar rating och kan därför utnyttja detta som ett argument vid kapitalanskaffning. Att använda sig av sin rating och erhålla en alternativfinansierings källa har hittills varit ovanligt.

I USA däremot använder man ofta rating en för att skaffa sig finansiering. Endast de företag utan rating använder sig av banklån som primär finansieringskälla.<sup>172</sup>

De flesta banker idag använder sig av någon typ av skuggrating på sina kunder som ligger utanför Standard & Poor's och Moodys egna rating. Bankernas skuggrating är snarlik skiljer

---

<sup>166</sup> Intervju, Ted Karlsson, Henrik Jonasson, 2002-12-03

<sup>167</sup> Intervju Erik Gärdén, 2002-12-02

<sup>168</sup> Intervju, Ted Karlsson, Henrik Jonasson, 2002-12-03

<sup>169</sup> Intervju Per Tysk, 2002-12-02

<sup>170</sup> Ibid

<sup>171</sup> Intervju Katarina Engborg, 2002-12-02

<sup>172</sup> Intervju, Ted Karlsson, Henrik Jonasson, 2002-12-03

sig inte mycket från dessa.<sup>173</sup> Basel 2 kommer ett mer standardiserat internratingsystem att börja användas av bankerna i Europa. Den kommer ej att påverka värdepapperiseringen i Sverige däremot kommer bankerna att kontrollera sina egna risker. Att bankernas egna interna ratingsystem skall kunna ta över Standard & Poor's och Moodys roll ses i dagsläget inte som troligt eftersom rating bör utföras av ett oberoende företag om den skall bli trovärdig för investerare. Investerarna kommer även i framtiden kräva ett oberoende institut som Standard & Poor's, Moodys eller Fitch.<sup>174</sup> Som det ser ut idag är det endast Moodys, Standard & Poor's och till viss del Fitch de ratinginstitut som marknaden har tillräckligt förtroende för.<sup>175</sup>

---

<sup>173</sup> Intervju Per Tysk, 2002-12-02

<sup>174</sup> Intervju Katarina Engborg, 2002-12-02

<sup>175</sup> Ibid



## 7. Analys

*Värdepapperisering är i sig ett komplext begrepp och förutsättningarna för en ökad sådan i Sverige kan synas vara än mer komplexa. Vi väljer att analysera dessa förutsättningar i en uppdelning på fyra faktorer som vi kallar ekonomiska förutsättningar, lagstiftning, kultur och omvärlden.*

### 7.1 Ekonomiska förutsättningar

För att värdepapperisering som finansiering i Sverige skall vara intressant måste det finnas ekonomiska motiv. I detta avseende bör befästas att det är mer den underliggande tillgången som värdepapperiseras som i sig är intressant, företagets verksamhet, historia mm spelar inte någon roll i detta avseende.

Tidiga värdepapperiseringar såsom S:t Erik och S:t Göran var inte lönsamma, men de som skett i nutid, exempelvis Farms och Framtiden, har varit lönsamma för parterna.

#### 7.1.1 Fördelar

##### Företagsnivå

**Likviditet:** Likviditetsprincipen att en illikvid tillgång blir transfererad till likvid, skall nog anses som ett huvudskäl till värdepapperisering.

**Managementrisken:** Med managementrisken menar man risken att ett företag kan ändra sin strategi eller förpliktelser mot investerarnas intresse. Ett SPV:s huvudsakliga uppgift är att administrera tillgångarna som originatorn ligger bakom. Om den underliggande tillgången inte kan förändras, genom SPV:ts företagsform, vet investeraren att investeringen inte kommer att skifta i framtiden. .

**Riskdiversifiering och flexibilitet:** Värdepapperisering skapar stora möjligheter för såväl originatorn som investeraren. Den underliggande poolen kan konstrueras med alla typer av underliggande tillgångar beroende på geografi, förfallodatum m.m. Att även slippa beroendet av en bank för sin finansiering är positivt för originatorn. Investerarna får dessutom tillgång till en större obligationsmarknad.

**Transpariteten:** Företagen blir tvungna att gå igenom sina risker beroende på de mycket höga ratingkraven från ratinginstituten. Att företagen blir tvungna att själva gå igenom sina kreditrisker och belysa dem ger företagen en mycket bättre risk- och stabilare kredithantering. Det ger även upphov till bättre förutsättningar för annan finansiering.

**ROE:** När originatorn säljer sin underliggande tillgång till SPV:t krymper företagets tillgångsbas genom att originatorn använder det kapital som värdepapperiseringen frigjort till att minska sina skulder. Det leder till att företagets ROE ökar medan allt annat är konstant. Detta är en fördel med den Anglosaxiska modellen som redovisar SPV:t off- balance.

**Off-balance finansiering:** Att den skulle vara en faktor visar både empirin och analysen. Trenden pekar dock på att IAS reglerna kommer att göra det svårare att redovisa SPV:n off-

balance. I Sverige har ännu ingen off-balance redovisning av SPV genomförts i samband med en värdepapperisering.

**Transparens:** Varje struktur är tvungen att bli bedömd av ett eller flera oberoende ratinginstitut. Mer information kan därför absorberas av marknaden vilket leder till en mer effektiv marknad och bättre prissättning på obligationerna.

**Ökad konkurrens:** En ökad konkurrens genom ny teknik ger bättre priser och bättre förutsättningar för en bättre skuldfinansiering.

### 7.1.2 Nackdelar

#### Företagsnivå

**Asymmetrisk information:** Trots de oberoende ratinginstituten kan det finnas asymmetrisk information att ta hänsyn till. D.v.s. att originatorn har bättre information än andra marknadsaktörer. I fallet med asymmetrisk information skiljer sig dock intervjurespondenterna från teorin då de menar att risken för så kallad cherry picking eller lemon-selling är minimal. Det kan dock bero på just fenomenet "Sverige" där oftast banken står som originator och därför är rädd om sitt eget rykte. Att banken är originator hindrar då effektivt denna företeelse. Däremot ute i Europa anses risken vara större då inte banken står som originator lika ofta.

**Administrationskostnader:** De höga uppstartningskostnaderna som uppkommer i och med genomförandet. Att först kunna hitta en tillgångsmassa på över 500 miljoner kronor och sedan matcha den villiga investeraren anses vara ett stort problem. I fallstudien Framtiden kan man dock påvisa att processen blir lättare med tiden då man utvecklat en viss standardisering.

#### Marknadsnivå

Investerare i Sverige anses av bankerna vara försiktiga. De ger sig inte gärna in på nya områden såsom värdepapperiseringsprojekt. Detta kan tyckas utgöra ett hinder för en ökad värdepapperisering i Sverige men skall också ställas mot det att originatorn helst bör ha ett antal få investerare i de emitterade obligationer som ett SPV ger ut. Att man föredrar ett fåtal investerare kan i sin tur ge svenska investerare en begränsning. Det föreligger nämligen en viss kapitalbrist för att svenska investerare ensamma skulle kunna få fram kapital till ett stort antal nya värdepapperiseringar.

## 7.2 Lagstiftning

Sverige hade tidigare lagstiftning som gjorde det olönsamt att värdepapperisera bl.a. på grund av kapitaltäckningskrav i SPV. Aktörer på marknaden anser nu att ny lagstiftning gör det möjligt att genomföra lönsamma värdepapperiseringar.

Att lagstiftningen inom värdepapperisering är väldigt ny oöpprad i praxis bildar dock ett kunskapsvakuum om hur processen i praktiken fungerar i Sverige. Detta gör att lagstiftningen i sig kan ses som ett hinder för en ökad värdepapperisering. Utländska investerare, som utgör den största andelen investerare vid svenska värdepapperiseringar, vill ha kännedom om de juridiska förutsättningarna vilket ger en fördel till förfarandet med SPV-bolag på Guernsey och Cayman Islands som investerarna känner bättre till.

Kapitaltäckningskravet som nu inte längre föreligger för ett svenskt SPV om SPV:t bara gör enstaka transaktioner och SPV:t kan göra upp till tre transaktioner innan man måste bilda ett nytt SPV.

Investorerna vill under alla omständigheter minimera riskerna vid värdepapperiseringen och managementrisken utgör en sådan. Att man i många andra länder har möjlighet att ha SPV:t i exempelvis stiftelseform utgör en trygghet som inte är möjlig i Sverige. I Sverige är SPV:t nödgat till att vara exempelvis AB vilket även utgör en bas för att staten skall kunna kräva skatt på eventuellt uppkommen vinst samt att aktiebolagets ägare (om majoritet föreligger) kan ändra SPV:ts syfte. Sålunda uppstår en management risk i ett svenskt SPV beroende på lagstiftningen.

De internationella redovisningsreglerna gör det möjligt för en värdepapperisering att bli s.k. Off-balance. Men oklarheten och de signaler som tyder på att nya IAS kommer att ge striktare reglering för just SPV, har i vår empiriska undersökning visat sig hota utvecklingen av värdepapperisering. On-balance kommer enligt respondenterna ge upphov till nackdelar för investerarna i den form att det föreligger en fara att en s.k. true-sale inte blir av, vilket i sin tur kan öka risken för investerarna om långgivaren eller originatorn skulle hamna i obestånd. En On-balance värdepapperisering ger även nackdelar för långgivaren/originatorn då den redovisningsmässiga fördelen att bli av med tillgången inte uppstår.

Den låga standardiseringen av juridiska konstruktioner vid värdepapperisering i Sverige gör metoden tidsödande och kostsam i förhållande till situationen på exempelvis Cayman Islands och Guernsey.

**Basel 2:** Den empiriska undersökningen talar klart om att bankerna tror att de kommer att bli tvungna att höja räntan i framtiden p.g.a. det nya sättet att beräkna kapitaltäckningskravet enligt Basel 2. Finansinspektionen hävdar dock att Basel 2 reglerna inte nödvändigtvis kommer att höja kapitaltäckningskraven och att reglerna bara är ämnade att ge bankerna ett individuellt baserat kapitaltäckningskrav.

Vad gäller bankernas kapitaltäckningskrav då de medverkar som investerare eller originatorer i en värdepapperisering visar empirin att kapitaltäckningskravet i och med Basel 2 kommer att höjas för bankerna som agerar investerare och originator vid en värdepapperisering.

### **7.3 Kultur**

Det föreligger idag kulturella hinder för en ökad värdepapperisering, dessa kan utgöras av historiska-, kunskapsmässiga- och psykologiska faktorer.

Sverige har inte varit i behov av värdepapperisering då det har varit relativt lätt och prisvärt för företag att låna pengar från banker. Den kraftiga regleringen av fastigheter och litet nybyggande i Sverige har gjort att den vanligaste inkörsporten för värdepapperisering, MBS, inte har behövts förrän nu.

I Sverige så blev SEB-bankens Osprey i början på 1990-talet pionjär för den svenska värdepapperiseringen vilket kan jämföras med USA:s första 1916. Ett sådant försprång för exempelvis USA leder till att utvecklingen där har gått betydligt längre vad gäller utveckling

av olika metoder av värdepapperiseringar. Osprey var ett försök från SEB-banken att lära sig tekniken och att följa med i utvecklingen .

Den empiriska undersökningen visar att man i USA är mer riskbenägna och har bl.a. en betydligt mer utvecklad marknad för företagsobligationer vilket inte är fallet i Sverige. Svenska investerare handlar ogärna (enligt empirin) i svenska företagsobligationer.

Riskbenägenheten som nämns ovan kan anses vara en psykologiskfaktor. En ytterligare sådan som skapats genom värdepapperisering själv, är den dåliga klang som metoden gav efter värdepapperiseringen av Stockholmsstads S:t Erik och S:t Göran. Dessa två blev inte lyckade utan mycket kostsamma p.g.a. höga arvoden vid konstruerandet av värdepapperiseringarna. I Sverige ger även det vanliga utnyttjandet av SPV på Cayman Islands och Guernsey en viss negativ klang. Svenska företag vill inte förknippas med dessa platser då den allmänna uppfattningen är att dessa platser är till för skatteflykt.

Att det idag fortfarande tycks föreligga en mycket stor kunskapsbrist påvisas i empirin då bankerna ofta får utbilda investerare i värdepapperisering för att kunna locka dessa till att medverka i en värdepapperisering. Likaså blir bankerna till stor del även initiativtagare till värdepapperiseringar då kunskapsbristen är stor hos svenska företag. Intresset för bankerna blir som nämns i empirin kluvet – låna ut pengar till ett företag och få ränta eller utbilda och konstruera en värdepapperisering för detsamma och erhålla arvode.

Även om kunskapen finns hos de svenska storbankerna så visar värdepapperiseringen i Framtiden AB att resurserna i en enskild bank saknas. Flera av de svenska bankerna behövdes för att denna skulle bli genomförbar. Empirin visar att expertisen inom värdepapperisering i Sverige gärna samarbetar med kollegor på andra banker och är väl insatta i även sina konkurrenters projekt.

## **7.4 Omvärlden**

Som över allt annars kan man se att USA har stor påverkan vad gäller tekniska och finansiella framsteg. Även inom värdepapperiseringsbranschen var det amerikanska entreprenörer som tog initiativet mycket tidigt. Idag när de finansiella systemen integreras mer och mer blir ny teknik för värdepapperiseringen tillgänglig.

### **7.4.1 Marknad och EMU**

I Sverige och i Europa är dessutom de flesta investerarna amerikanska stora försäkringsbolag och pensionsfonder men även olika typer av conduitbolag. Den svenska marknaden är idag för liten för att ett enskilt intresse skall riktas mot den. Svenska utfärdare är tvungna att vända sig till utländska investerare beroende på att de skulle få svårt att fylla en emission med bara svenska investerare. Beroende på att lagstiftningen är helt olika i USA och Sverige vad gäller värdepapperisering får amerikanska och europeiska företag svårt att etablera sig i Sverige. En ökad konkurrens och integrering av den svenska marknaden skulle förmodligen leda till ett större intresse.

I Sverige finns idag ännu inga standardlösningar som i USA utan varje värdepapperisering är unik i sitt slag. Den s.k. intermedieringen som har ägt rum ute i Europa visar i empirin inte utgöra ett hot mot de svenska bankerna utan snarare tvärtom då de svenska bankerna har en så

stark ställning i det svenska finansiella systemet och är därför än så länge involverade i värdepapperiseringsprocessen i Sverige. De svenska bankerna besitter de facto kunderna och expertisen om värdepapperisering i Sverige.

Ett framtida EMU inträde kommer att påverka den svenska värdepapperiseringsmarknaden i en positiv mening har framkommit såväl i den teoretiska undersökningen som i den empiriska. Huvudskälen anses vara:

- Ny gemensam lagstiftning
- Eliminering av valutakursriskerna
- Större mer homogen marknad.

Dessa tre skäl gör även den svenska marknaden mer lättillgänglig för såväl amerikanska investerare som europeiska. Att valutakursrisken försvinner anses dock inte vara den drivande faktorn eftersom det är idag relativt enkelt att skydda sig mot valutafluktuationer. En större homogen marknad och de nya lagarna verkar då vara det intressanta perspektivet i frågan. Med en homogen marknad kommer man lättare att kunna poola svenska tillgångar med t.ex. franska eller tyska tillgångar i samma SPV något som kan vara intressant för internationellt stora svenska företag. Ett mera standardiserat instrument förväntas att utvecklas.

EMU kommer att öka investerarnas fokus på kreditrisk och därmed även ratingen. Däremot kommer det inte enligt teorin att leda till en ökning av investerarnas intresse för värdepapperisering. Ratingen är inte en tillräckligt stor indikator på den involverade risken med värdepapperisering. Inte heller det interna bankratingsystemet som nu utvecklas inom EMU kommer att påverka värdepapperiseringen då investerarna är endast litar på ett oberoende ratinginstitut som Standard & Poor's eller Moodys.

Utländska investerare är dessutom osäkra på Sveriges roll och framtida EMU medlemskap. Denna osäkerhet skapar ett hinder för investerare som tvivlar på ett framtida inträde i den europeiska monetära unionen vilket bromsar den svenska utvecklingen.

## 8. Slutsatser och förslag till vidare forskning

*Nedan presenteras våra slutsatser och förslag till vidare forskning*

### 8.1 Ekonomiska förutsättningarna

Först och främst diskuterar vi de ekonomiska förutsättningarna med metoden för värdepapperisering. Vi anser att de ekonomiska fördelarna överväger de ekonomiska nackdelarna. Den största fördelen enligt vår mening är att företagen får en ökad riskdiversifiering och flexibilitet i sin skuldfinansiering.

Den största nackdelen torde vara att det krävs stordrift vid förfarandet vilket kan vara svårt på beroende på att Sverige har en liten tillgång på intressanta ”projekt”. Vi anser att den misslyckade värdepapperiseringen av Kopparudden AB visar detta tydligt.

### 8.2 Lagstiftning

Vi anser att värdepapperiseringen utveckling påverkas av den lagstiftning som berör värdepapperiseringen specifikt, men även av den jurisdiktion och reglering som gör att tillgångar inte kan behandlas vederbörligt för att vara aktuella för värdepapperisering.

Lagstiftningens begränsning vad gäller att etablera SPV i stiftelseform ökar managementrisken om SPV:t förläggs i Sverige vilket vi anser verka negativt för en ökad värdepapperisering.

Bristen på praxis av svensk lagstiftning som berör värdepapperisering ökar i sig den bedömda risken för investerarna. Utländska investerare, som utgör den största andelen investerare vid svenska värdepapperiseringar, vill ha kännedom om de juridiska förutsättningarna. Vi kan se att detta medför att man vid svenska värdepapperiseringar även i fortsättningen kan komma att behöva etablera SPV:t på Cayman Islands, Guernsey eller på en för investerarna mer känd plats.

Inflytandet av internationell lagstiftning såsom Basel 2 finner vi vara svår att bedöma eftersom den ännu ej har tagits i bruk.

Att kapitaltäckningskravet inte längre föreligger för SPV ser vi som en mycket positiv faktor som gör metoden betydligt mer lönsam i Sverige. Men en uppstramning av redovisningsreglerna anser vi kan verka negativt för utvecklingen om dessa skulle föra med sig att Off-balance värdepapperisering även i Europa.

### 8.3 Omvärldsfaktorer

Med en ökad integrering av de finansiella marknaderna borde metoden bli mer intressant i Sverige. Vad gäller ett framtida EMU-medlemskap uppkommer många intressanta aspekter. Vi anser dock inte att införandet av en gemensam valuta skulle vara en stor drivande faktor bakom värdepapperisering. Istället är det tillgången till en större homogen marknad för investerare och en harmonisering av lagarna som är gällande på området som är intressant. Vi

anser också att värdepapperiseringen i Sverige påverkas positivt av det ökade inflytande som utländska investerare verkar få. Att EMU skulle leda till en ökad fokusering på rating kommer antagligen inte att ge ett större intresse för värdepapperiseringen beroende på att den ej kommer att ge tillräckliga direktiv om just den speciella risken att investera i värdepapperisering

## **8.4 Kultur**

Den europeiska, och i synnerhet den svenska eftersläpningen, inom värdepapperiseringsområdet anser vi utgöra en stor grund till den kunskapsbrist som finns om värdepapperisering i Sverige. Kunskapsbristen ger i sig upphov till ökade kostnader vid värdepapperiseringsprojekt då den medför att uppstartningstiden förlängs samt att utländska banker behöver konsulteras.

Vi kan se att den stora internationella prägel som förekommer vid värdepapperisering och placeringen av SPV på platser som förknippas med skatteflykt utgör en psykologiskt hämmande faktor för svenska företagsledningar att starta upp värdepapperiseringsprojekt.

Att Framtiden AB nu genomfört fyra värdepapperiseringar kan i sig ses som att konceptet är lyckat. Men de första värdepapperiseringsprojektens misslyckande präglar fortfarande viljan hos svenska företag.

## **8.5 Framtida forskningsområden**

Då vi funnit att värdepapperisering berör många olika områden finns det ett antal olika framtida forskningsprojekt inom området som är intressanta att utvärdera. Vi ger här fyra förslag på saker som vi anser skulle behöva utredas.

- Värdepapperiseringens förmögenhetsskapande effekt för aktieägarna.
- Viljan och kunskapen hos svenska investerare att investera i företagsobligationer.
- Möjligheten att värdepapperisera s.k. Intellectual Properties i Sverige.
- De svenska skatteeffekterna vid värdepapperisering.

## Källförteckning

### Publicerade källor

#### Böcker

Bernhard H. Fischer, “*New Patent Issue: BioPharm Royalty Trust*”, “*From Ideas to Assets: Investing Wisely in Intellectual Property*”, John Wiley & Sons, Inc, New York,

Borrows, Jane, (2002) *Current issues in Securitisation*, Sweet & Maxwell.

Brueggeman, W B and Fischer, JD, (1997), *Real estate Finance and Investments*, 10<sup>th</sup> edition, McGrawHill

Eriksson & Wiedersheim-Paul, (1999), *Att utreda, forska och rapportera*, Malmö

Fabozzi, Frank Dunlevy J: (2001) *Real Estate Backed Securities*, New Hope.

Hill, (1996), “*Securitisation*” *A Low cost Sweetener for Lemons*” 74, Wash. U.L.Q

Holme, Idar Magne; Solvang, Bernt Krohn, (1997), *Forskningsmetodik – Om kvalitativa och kvantitativa metoder*, Studentlitteratur.

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

Patel, Runa; Davidsson, Bo, (1998), *Forskningsmetodikens grunder*, Studentlitteratur, Andra upplagan.

Ross Westerfield, Jaffe, Irwin, (1999), *Corporate Finance*, McGraw/Hill.

Securitization Yearbook, (2000), *International Financial Law Review*.

Thomson, John K, (1995), *Securitisation – An International Perspective*, OECD; Paris.

Tuckman, B, (1995), *Fixed Income Securities – Tools for today’s Markets*, John Wiley and Sons.

#### Uppsatser

Ljungfelt Kristoffer, Wijkström Fredrik, (2002), *Värdepapperisering av reala kapitalintensiva tillgångar i Sverige*, Lund

Olsson H, Jansson P, (1998), *Värdepapperisering ur ett skatterättsligt perspektiv*, Lund

#### Artiklar

Affärsvärlden, *Nu går starten för värdepapperisering* 1994-06-08



Ashman Ian, Black Julian, *CDO's and structured Finance Transactions: The Cayman Islands perspective, Current Issues in Securitization* (2002)

Bank of England, *Notice to Authorised Institutions*, 1989

Bernanke Ben, "Credit in the Macro economy, Federal Reserve Bank of New York, Quarterly Review, 92-93

Blåvarg & Lilja, (1998): *Värdepapperisering en framtida finansieringsform*, Penning och valutapolitik, 1998:3

Dagens Industri, Börs & Finans: *EMU öppnar marknaden för värdepapperisering*, 1998-03-26

Edwards, David, (2001), *Patent Backed Securitisation: Blueprint for a New Asset Class*, Gerling,

FSA Inc, *A guide to Insured asset backed-securities*, xxx

Gangwani Sunil, *Securitisation 101*, speaking of Securitization, 1998-07-20

Gilles Thieffry, Jonathan Walsh and Rose, Norton, (1997): *Emu Opens new opportunities for securitisation*, International Financial Law Review,

Jussil, Sune (1998), *Strategic implementation of securitisation techniques and their application to mortgage banking*, SBAB.

Kravitt Jason, 1998, *Introduction to Securitisation*, Mayer, Brown & Platt

Lönnerblad, Mats: *Bankerna ställs inför nya kapitaltäcknings- krav* 2002-03-03

Prati, Alessandro and Schinasi, J: *Financial Stability in European Economic and Monetary Union*, IMF December 1998

Prati, Alessandro and Schinasi, J: *European Monetary Union and International capital Markets: Structural Implications and Risk*, IMF May 1997

Risk & Försäkring, *Värdepapperisering kan bli stort i Sverige om två tre år*, 1994-06-23

Veckans Affärer, *Sätt fart på värdepapperiseringen*, 1993-04-21

## **Presentationer**

Berry, Robert, (1998), *Why securitise: How is it done and what are the costs and benefits*.

Lindkvist, Per "Emu implications on the Swedish Mortgage bond market", Den Danske Bank, 2002-06-14

Padoa-Schioppa, T, Member of the Executive board of the ECB, Academy of Social Sciences, Beijing 2 March 1999

Wolf, Lan Ling, (1998), “*Us Market Overview: What impact do the US deals have on European deals?*”,

### **Seminarieunderlag**

Capital DATA, *The Bondmarket Association och Salomon Smith Barney*

### **Rapporter**

Finansinspektionens rapport: 2002:8, *Riskmätning och kapitalkrav 2.*

Framtiden Förvaltnings AB, *Delårsrapport 1 januari-augusti 2002,*

Gregow, T : *PM angående de rättsliga förutsättningarna för att genomföra värdepapperisering i Sverige*, Finansdepartementet, Ds 1998:7

Pre - Sale Farms, Moodys, 2001-09-01

Pre - Sale Framtiden, Moodys, 2002-09-24

### **Författningar**

Lag (1992:1610) om finansieringsverksamhet

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

### **Prospekt**

Standard & Poor's, *Rating av företag.*

Standard & Poor's, *Rating av svenska företag*

ABCP Criteria, *Asset backed Commercial Paper Criteria*, Standard & Poor's.

### **Primärdata**

#### **Personliga intervjuer**

Erik Gärdén, Corporate Structured Finance, Öhman. 2002-12-02

Katarina Engborg, Debt Capital Market, SEB Merchant Banking. 2002-12-02

Ted Karlsson, Vice President, Debt Capital Markets, Swedbank 2002-12-03

Henrik Jonasson, Analyst Export & Project Finance, Swedbank, Analyst, 2002-12-03

Per Tysk, Vice President, Handelsbanken Trading, 2002-12-03

### **Telefonintervjuer**

Jan Buissman, Öhrlings PriceWaterHouse Coopers, Chef över redovisningsspecialisterna  
2002-12-17

Johan Andreasson, Fredell & Co AB, 2002-11-21

Kersti Lord, Deloitte & Touche, 2002-12-16

Percy Bargholtz Finansinspektionen, Strategi och analys, 2002-12-06

Sören Ferin Tf VD, Kopparudden fastighets AB, 2002-12-25

### **Databaser**

Affärsdata, ([www.ad.se](http://www.ad.se))

Artikelsök, ([www.lub.lu.se/cgi-bin/ipchk/http://www.btj.se/asok/](http://www.lub.lu.se/cgi-bin/ipchk/http://www.btj.se/asok/))

Elin, ([www.lub.lu.se/cgi-bin/ipchk/http://elin.lub.lu.se](http://www.lub.lu.se/cgi-bin/ipchk/http://elin.lub.lu.se))

Libris, (<http://websok.libris.kb.se/websearch/servlet/form> )

Lovisa, (<http://Lovisa.lub.lu.se>)

Securitization.net, ([www.securitization.net](http://www.securitization.net))

Vinod Kothari, ([www.vinodkothari.net](http://www.vinodkothari.net))

## **Bilaga 1 - Frågeformulär**

### **Kandidatuppsats i finansiering vid Lunds Universitet Förutsättningar för en ökande värdepapperisering i Sverige**

1. När och hur upptäckte Ni att det fanns ett intresse för värdepapperisering?
2. Hur uppfattar Ni att den svenska värdepapperiseringsmarknaden utvecklats sedan tio år tillbaka?
3. Vilka fall har Ni varit delaktiga i och vad värdepapperiserades ?
4. Vilka är Era krav för att en värdepapperisering skall vara intressant?
5. Vilka kostnader förknippar Ni med värdepapperisering?
6. Vilka tillgångar anser Ni mest lämpade för den svenska värdepapperiseringsmarknaden?
7. Vilka anser Ni vara de största fördelarna med att finansiera sig via värdepapperisering?
8. Vilka anser Ni vara de största nackdelarna med att finansiera sig via värdepapperisering?
9. Vad skiljer den svenska värdepapperiseringsmarknaden åt från den europeiska?
10. Hur kommer ett eventuellt EMU medlemskap påverka?
11. Hur kommer de nya Basel 2 lagarna påverka Er verksamhet och den svenska värdepapperiseringsbranschen?
12. Vilka hinder anser ni vara störst för en ökande värdepapperisering i Sverige idag?

## Bilaga 2 - Ordlista

Asset Backed Securities (ABS)	Värdepapperiserade krediter som inte har bostadslån som säkerhet. ABS kan ha t.ex. kundfordringar eller leasingkontrakt som säkerhet.
Baselackordet	Regler för bankernas kapitaltäckningskrav. Utvecklades av Baselkommittén år 1988. Företrädare till Basel 2.
Baselkommittén	Inrättad av BIS (Bank for international settlements), upprättades på mitten av 70-talet. Har till uppgift att verka för stabilitet mellan och inom bankerna. Med från Sverige sitter finansinspektionens chef och en företrädare för Riksbanken.
Cherry picking	När originatorn väljer ut sina bästa tillgångar med bäst rating och värdepapperiserar dessa.
Conduit	Vid en conduit förfaller tillgångarna i SPV:t fort och originatorn fyller kontinuerligt på med nya tillgångar och investerarna investerar i samma takt Vid ett conduitförfarande kan SPV:t ha många originatorer.
International Accounting Standards Committee(IASC)	Normbildande nämnd som syftar till att skapa enhetliga globala redovisningsregler. IASC ger ut IAS och svenska Redovisningsrådet utformar sina rekommendationer efter dessa.
Kreditrisk	Risken att motparten inte kan fullgöra sina åtaganden.
Lemon selling	När originatorn värdepapperiserar sina sämsta tillgångar.
Management-risk	När det föreligger en risk att ledningen eller motsvarande kan ändra på företagets strategi.
Mortgage Backed Securities (MBS)	Värdepapperiserade krediter som omfattar bostadslån.
Originator	Företaget/institutionen som har en tillgång som den vill värdepapperisera av olika skäl.
Punkt	Enhet vid t.ex. valuta och värdepappersnoteringar, kommer från engelskans "basis point" och betyder hundra delar procent.

**- Förutsättningar för en ökad värdepapperisering i Sverige -**  
Henrik Bootz, Per Ewert & Johan Frost

---

Rating	Bedömning av ett företags förmåga att infria sina betalningsförpliktelser och finansiella åtaganden.
Servicebolag	Ett speciellt bolag som upprättas för upprätthålla service och administration i SPV:t.
Single-tranche	Alla värdepapper som ställs ut genom värdepapperiseringen får samma förmånsvärde och rating.
Special Purpose Vehicle (SPV)	Special Purpose Vehicle – Ett speciellt företag som är skapat med syfte att äga tillgången, fordringen och emittera obligationer till investerare. Placeras ofta utomlands av skattetekniska skäl.
Subordinerat värdepapper	Värdepapper som har lägre prioritet eller kravrätt.
Swap	Kontrakt som kan användas för att säkra valutarisken vid en valutatransaktion.
Tranche	De emitterade värdepapperna i en värdepapperisering kan delas upp på olika trancher som får olika rating och förmånsvärde.
True sale	Hur försäljningen av tillgången eller fordringen klassificeras
Trustee	En typ av stiftelse som kan ägna sig åt finansiell verksamhet.