



JURIDISKA FAKULTETEN  
vid Lunds universitet

Elin Dafgård Ohron

# Värdepapperisering med ett svenskt specialföretag

Examensarbete  
20 poäng

Handledare: Lars Gorton

Ämnesområde: Bankrätt

Termin: VT 2005

# Innehåll

<b>SAMMANFATTNING</b>	<b>1</b>
<b>FÖRORD</b>	<b>3</b>
<b>FÖRKORTNINGAR</b>	<b>4</b>
<b>1 INLEDNING</b>	<b>5</b>
1.1 Syfte	7
1.2 Avgränsning	7
1.3 Metod och material	8
<b>2 VÄRDEPAPPERISERING</b>	<b>9</b>
2.1 Allmänt om värdepapperisering	9
2.2 Grundstrukturen vid värdepapperisering	11
2.3 Olika strukturer på marknaden	13
2.3.1 CDO's och repackagings	14
2.3.2 Syntetiska strukturer	15
2.3.3 Säkerställda obligationer	16
2.4 Aktörer i en värdepapperisering	17
2.5 Risker vid värdepapperisering	20
2.6 För- och nackdelar med värdepapperisering	21
2.7 Värdepapperisering i Sverige	24
2.7.1 Den svenska marknaden för värdepapperisering	26
<b>3 LAGSTIFTNING OM VÄRDEPAPPERISERING</b>	<b>29</b>
3.1 Svensk lagstiftning kring värdepapperisering	29
3.2 Utövar specialföretaget finansieringsverksamhet?	30
3.3 Innebörden av kravet på kapitaltäckning	31
3.4 Villkor för att ett svenskt specialföretag inte skall komma att omfattas av krav på kapitaltäckning	33
3.5 Har lagändringen uppnått avsedd effekt?	34
3.6 EU och värdepapperisering	35

<b>4</b>	<b>SPECIALFÖRETAGET I EN VÄRDEPAPPERISERING</b>	<b>39</b>
4.1	Allmänt om värdepapperisering med ett specialföretag	39
4.2	Ägande av specialföretaget	40
4.3	Specialföretagets verksamhet	41
4.4	Riskbärare i en värdepapperisering	42
4.5	Ratinginstitutens krav på specialföretaget	44
<b>5</b>	<b>ÖVERLÅTELSE AV TILLGÅNGAR TILL SPECIALFÖRETAGET</b>	<b>45</b>
5.1	Allmänna regler om fordringsöverlåtelser	45
5.2	Kan alla fordringar överlåtas?	47
5.3	Konsumentkrediter	47
5.3.1	Särskilt om bostadskrediter	49
5.4	Överlåtelse då originatorn är en bank eller annat kreditinstitut	50
<b>6</b>	<b>SAK- OCH OBESTÅNDRÄTTSLIGA PROBLEM</b>	<b>54</b>
6.1	Allmänna sak- och obeståndsrättsliga problem med värdepapperisering	54
6.2	Sakrättsligt skydd enligt svensk rätt	56
6.2.1	Sakrättsligt skydd vid värdepapperisering av krediter	57
6.2.2	Sakrättsligt skydd för fast egendom, lösöre och andra egendomstyper	60
6.3	Säkerhetsöverlåtelse	61
6.4	Återvinning	64
<b>7</b>	<b>SLUTSATS</b>	<b>66</b>
	<b>BILAGA A INTERVJUER</b>	<b>69</b>
	<b>KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING</b>	<b>71</b>
	<b>RÄTTSFALL</b>	<b>75</b>

# Sammanfattning

Värdepapperisering kan beskrivas som en finansieringsmetod som betecknar förfaranden när en tillgång ompaketeras och säljs i form av värdepapper på kapitalmarknaden. Värdepapperisering förekommer i olika varianter vilket gör det svårt att beskriva finansieringsmetoden med hjälp av en enkel och entydig definition. I uppsatsen behandlas främst den mest renodlade formen av värdepapperisering som innebär att en grupp homogena tillgångar förs över till ett s.k. specialföretag, vars huvudsakliga uppgift är att äga tillgångarna. Specialföretaget emitterar värdepapper som baseras på tillgångarnas värde. De emitterade värdepappren säljs till investerare på kapitalmarknaden. Förtjänsten från värdepappersförsäljningen används för att finansiera köpet av tillgången.

Värdepapperisering utvecklades i USA i början av 1970-talet. Under 1980-talet började finansieringstekniken användas i Storbritannien och har sedan dess nått stor spridning utanför USA. Den första värdepapperiseringen som genomfördes ett svenskt företag ägde rum 1990 och genomfördes med specialföretag på Jersey. Det finns olika anledningar till att genomföra en värdepapperisering men den främsta fördelen med värdepapperisering med ett specialföretag är att finansieringen kan ske utanför den egna balansräkningen, vilket innebär att man kan uppnå en högre soliditet, bättre nyckeltal och högre likviditet. Värdepapperisering kan också innebära att finansieringen blir billigare och bidrar till en större diversifikation av kreditgivare.

Uppsatsen behandlar förutsättningarna för att genomföra en värdepapperisering med ett svenskt specialföretag. Värdepapperisering har aldrig varit olaglig i Sverige, men ansågs ofördelaktig att genomföra med ett svenskt specialföretag eftersom den allmänna uppfattningen var att specialföretaget skulle komma att klassificeras som ett kreditinstitut enligt lagen om finansieringsverksamhet. Innebörden av detta är att specialföretaget skulle komma att omfattas av krav på kapitaltäckning för de fordringar som förvärvas. I syfte att underlätta för värdepapperisering infördes 2001 en ändring i lagen om finansieringsverksamhet som innebär att den verksamhet som bedrivs i ett specialföretag under vissa förutsättningar undantas från lagens tillämpningsområde och därmed också från kravet på kapitaltäckning.

Det regelverk om kapitaltäckning som finns i Sverige är baserat på de riktlinjer som har tagits fram av Baselkommittén för banktillsyn. Det existerande regelverket kommer att förändras i och med införandet av nya riktlinjer, det s.k. Basel II. När det gäller värdepapperisering innebär Basel II förändringar när det gäller originatorn och investerarna i en värdepapperisering. Det ställs högre krav på att risken verkligen skall ha flyttats över från originatorn för att värdepapperisering utanför

balansräkningen skall kunna ske och hur risken skall beräknas för de värdepapperiserade elementen.

Jag har inte lyckats hitta några uppgifter som tyder på att någon värdepapperisering med ett svenskt specialföretag har genomförts. Detta kan bero på att det generellt finns en allmän misstro och ett ointresse från svenska företag att använda sig av värdepapperisering för sin finansiering. De svenska företag som använder sig av värdepapperisering har valt att genomföra transaktionen utomlands. Anledningen till att företagen inte väljer att använda sig av ett svenskt specialföretag kan bero på att förutsättningarna för att genomföra en värdepapperisering i Sverige inte är så goda. Undantaget för specialföretag i lagen om finansieringsverksamhet gäller endast om specialföretaget förvärvar fordringar vid enstaka tillfällen vilket vara en anledning till ointresset för att genomföra värdepapperisering i Sverige. En annan anledning kan vara att man väljer att förlägga specialföretaget i ett land som har mer förmånlig skattelagstiftning och lagstiftning som underlättar för en viss struktur.

I de länder där värdepapperisering är vanligt förekommande sker värdepapperisering vanligen med hjälp av en s.k. "trust" som agerar som holdingbolag. Strukturen har den fördelen att den förhindrar att ett koncernförhållande uppstår. Ur sakrättslig synpunkt innebär trusten också att det är lättare att skapa ett sakrättsligt skydd för specialföretagets tillgångar. Då institutet trust saknas i Sverige måste värdepapperisering struktureras annorlunda. Ett alternativ som har föreslagits är att specialföretaget kan ägas av en stiftelse. Det finns dock vissa krav som en stiftelse skall uppfylla; en värdepapperisering kan innebära att kravet på varaktighet inte kommer att kunna efterlevas. Det finns inte några riktlinjer för hur en svensk struktur bör se ut, förutom att specialföretaget skall vara antingen en ekonomisk förening eller ett aktiebolag för att undantaget i lagen om finansieringsverksamhet skall kunna tillämpas.

# Förord

Fyra och ett halvt års juridikstudier är nu avklarade. Det har varit mycket intressant och stimulerande även om det stundtals har varit mycket krävande.

Jag vill tacka min handledare, Lars Gorton, som har bidragit med många värdefulla kommentarer och förslag som har hjälpt mig med mitt uppsatsskrivande. Jag vill tacka alla er på Emric AB och Finansinspektionen för all hjälp. Jag vill även tacka Nina som har varit till stor hjälp. Jag har verkligen uppskattat att ha någon att diskutera med under arbetets gång. Framför allt så vill jag tacka Christofer.

Lund den 18 juni 2005

Elin Dafgård Ohron

# Förkortningar

ABS	Asset Backed Securitisation
ABB	Asset Backed Bonds
AvtL	Lag (1915:218) om avtal och andra rättshandlingar på förmögenhetsrättens område
CBO	Collateralised Bond Obligation
CDO	Collateralised Debt Obligation
CMBS	Commercial Mortgage-backed Securities
CLO	Collateralised Loan Obligation
CMO	Collateralised Mortgage Obligations
CP	Commercial Paper
DD	Due Diligence
DDP	Deferred Purchased Price
Ds	Departementsserien
FFFS	Finansinspektionens författningssamling
FL	Lag (1987:667) om ekonomiska föreningar
FRN	Floating Rate Note
GNMA	United States Government National Mortgage Association
IAS	International Accounting Standards
JB	Jordabalken
KKrL	Konsumentkreditlagen (1992:830)
KonkL	Konkurslag (1987:672)
NPLs	Non-performing Loans
Prop.	Proposition
RMBS	Residential Mortgage-backed Securities
SPC	Special Purpose Company
SPE	Special Purpose Entity
SPV	Special Purpose Vehicle
SkbrL	Lag (1936:81) om skuldebrev
SvJT	Svensk Juristtidning

# 1 Inledning

Värdepapperisering är en finansieringsmetod som utvecklades i USA under 1970-talet. Termen värdepapperisering kan användas i olika betydelser och sammanhang. Finansieringsmetoden innebär att låntagarna kopplas samman på ett direkt sätt med kapitalmarknadens aktörer, vilket innebär avintermediering eftersom finansiella intermediärer, t.ex. banker, inte behövs när företagen utfärdar värdepapper till investerare. Värdepapperisering används också i betydelsen låneförsäljning, när en institution säljer en låneportfölj eller delar av en portfölj till en annan institution. Värdepapperisering betecknar också omvandling av en låneportfölj eller liknande till värdepapper som säljs på marknaden. Kassaflöden från en lånefordran kan omvandlas till två olika värdepapper, ett för räntebetalningarna och ett för kapitalbeloppet, med olika variationer. Värdepapperisering kan definieras som ”finansiering av en tillgång eller tillgångsmassa genom eget kapital och/eller räntebärande instrument (...) riktad direkt till investerare på kapitalmarknaden (...)”.<sup>1</sup> Detta är en mycket vidsträckt definition som även innefattar emission av aktier etc. Definitionen begränsas därför av ytterligare ett led; *Värdepapperisering kräver aktiv finansiell och juridisk strukturering*. Detta innebär upprättandet av en rad skraddarsydd avtal för finansieringen, bildande av särskilda bolag och en omfattande riskhantering som skiljer värdepapperisering från andra mer traditionella finansieringsformer.<sup>2</sup>

Ordet, värdepapperisering, är den svenska översättningen av engelskans *securitisation/securitization*. Metoden är ett komplement till andra finansieringsmetoder som exempelvis lån och krediter eller metoder såsom emissioner och obligationer för att få in kapital i ett företag. Idén bakom värdepapperisering är att skapa ett finansiellt instrument som är baserat på en bakomliggande tillgång. I princip så kan alla tillgångar värdepapperiseras under förutsättning att de har ett kassaflöde, men det mest förekommande är värdepapperisering av krediter.<sup>3</sup> Grundstrukturen i en värdepapperisering innebär förenklat att en tillgång säljs till ett företag som emitterar värdepapper<sup>4</sup>, t.ex., obligationer, som baseras på tillgångens värde.

---

<sup>1</sup> Definitionen är hämtad från Månsson F. & Andersson P-U., *Värdepapperisering – Securitisation*, s. 14

<sup>2</sup> Modern Finansiell Ekonomi s. 367

<sup>3</sup> Värdepapperisering av krediter är ett vedertaget begrepp i den litteratur som finns på området. I de avsnitt som behandlar värdepapperisering av krediter använder jag mig till större delen av begreppet fordringar som beteckning på den tillgång som är föremål för värdepapperisering. Även om dessa begrepp har olika innebörd kommer jag att i den här framställningen att använda begreppen kredit och fordring som synonymer och då avse värdepapperisering av en fordran som har uppkommit i samband med kreditgivning.

<sup>4</sup> I anglo-amerikansk doktrin används ett flertal olika beteckningar för de värdepapper som utfärdas ex, bonds, commercial papers etc. Jag har valt att i huvudsak använda mig av begreppet värdepapper för att beteckna det som specialföretaget emitterar. Begreppet värdepapper betecknar ett flertal olika handlingar som kan ha varierande funktion. Jag har därför också använt mig av obligationer för att närmare precisera kategorin av de värdepapper som emitteras.



Obligationerna säljs till investerare på kapitalmarknaden. Inkomsten från försäljningen av obligationerna utgör köpesumman för tillgången. Företaget, det s.k. specialföretaget, som emitterar obligationerna är bildat enbart med syfte att äga tillgången och kallas på engelska för *Special Purpose (Issuing) Vehicle* (SPV).<sup>5</sup> Överlåtare av tillgången kallas för originator efter engelskans *origin*, ursprung. Syftet med värdepapperisering är ofta att erhålla en bättre och billigare finansiering än genom traditionell extern finansiering, ex. bank- och hypotekslån, leasing, krediter eller refinansiering såsom obligationer eller emissioner.<sup>6</sup>

Värdepapperisering innebär att tillgångar med kassaflöde omvandlas till värdepapper, kassaflödet utgör intäkterna i det specialbildade företaget. Värdepapperiseringen är antingen direkt eller indirekt. Direkt värdepapperisering innebär att en tillgång värdepapperiseras i sin helhet. Vid indirekt värdepapperisering är det istället de lån och krediter som finns på tillgången som värdepapperiseras. Vid direkt värdepapperisering av ex. en hyresfastighet består kassaflödet som obligationen baseras på av hyror och liknande intäkter. Vid indirekt värdepapperisering av en hyresfastighet utgörs kassaflödet av räntor och amorteringar. Kassaflödet kan också ha uppstått till följd av köp av tjänst eller vara t.ex. kreditkortsfordringar. Värdepapperisering kan även ske utan att tillgången överförs till ett annat bolag. Detta innebär att tillgången finns kvar i företaget och således på den egna balansräkningen. Tillgångarna som värdepapperiseras kan vara av olika natur; hyres- och kommersiella fastigheter, hypoteksfordringar, fordringar och intäkter från offentliga tillgångar och projekt, kundfordringar, leasingfordringar, avbetalningsfordringar och kreditkortsfordringar. Värdepapperisering är en användbar metod när det gäller att omvandla illikvida tillgångar, som lån och andra former av krediter till likvida medel, detta syfte kan också uppfyllas genom factoring. Det är dock mycket stor skillnad mellan factoring och värdepapperisering. Vid värdepapperisering använder man sig av en betydande strukturering av krediterna och av ett specialbildat företag som står för kreditrisken. Factoring används vanligen för heterogena fordringar. Factoring används ofta av små och medelstora företag i syfte att driva in skulder och i ett flertal arrangemang står säljaren för kreditrisken.<sup>7</sup>

Värdepapperisering har blivit en mycket användbar finansieringsteknik och har nått stor spridning utanför USA, främst i Storbritannien och Japan, men även i övriga Europa och Asien. Metoden har utvecklats till att innefatta nya användningsområden och strukturer. I Sverige genomfördes den första värdepapperiseringen av S-E-Banken Bolån (dåvarande Svensk Fastighetskredit) 1990 via ett irländskt specialföretag. Förutsättningarna för värdepapperisering i Sverige började utredas under mitten av 1990-talet. Utredningen resulterade i två lagändringar; undantag från kraven på

---

<sup>5</sup> I uppsatsen används benämningen specialföretag eftersom det är det namnet som används i de svenska lagförarbeten som finns på området. Andra benämningar är även SPE som står för Special Purpose Entity och SPC, Special Purpose Company

<sup>6</sup> Månsson F. & Andersson P-U., *Värdepapperisering - Securitisation*. s. 11 ff., 69

<sup>7</sup> Månsson F. & Andersson P-U., *Värdepapperisering - Securitisation*, s. 11 ff.

kapitaltäckning hos det emitterande företaget under vissa förutsättningar samt en ändring i skuldebrevslagen.<sup>8</sup>

## 1.1 Syfte

Syftet med uppsatsen är att utreda de rättsliga förutsättningarna för värdepapperisering med ett svenskt specialföretag. Detta skall göras genom att studera hur olika moment i en värdepapperisering hanteras i svensk rätt och att identifiera riskområden med finansieringsmetoden. Utgångspunkten ligger vid hur strukturen för värdepapperisering ser ut i de länder där utvecklingen har kommit längst, USA och Storbritannien. Uppsatsen syftar främst till att utreda frågor som rör fordringsöverlåtelse, insolvens och reglering av det specialbildade företaget. Stor vikt läggs vid den kapitalmarknadsrättsliga bedömningen av specialföretaget.

Termen värdepapperisering kan, som tidigare nämnts ha, en mycket vidsträckt innebörd. Uppsatsen behandlar, i likhet med utredningen i samband med lagändringarna, värdepapperisering i den mer specialiserade formen; försäljningen av tillgångar till en specialbildad enhet som emitterar värdepapper för att finansiera köpet. Tyngdpunkten ligger vid värdepapperisering av krediter som är den vanligaste typen av värdepapperisering.

## 1.2 Avgränsning

Uppsatsen behandlar värdepapperisering av krediter med ett svenskt specialföretag. Andra former av värdepapperisering kommer endast att behandlas översiktligt. Uppsatsen fokuserar på värdepapperisering utifrån en civilrättslig bedömningsgrund, upprättandet av specialföretaget, överföringen av krediter till specialföretaget samt det sakrättsliga skyddet för specialföretagets tillgångar. Därutöver läggs även stor vikt vid den kreditmarknadsrättsliga behandlingen av värdepapperisering.

Syftet med uppsatsen är inte att utreda de redovisningsrättsliga problemen med värdepapperisering. Redovisningsrättsliga frågor kommer dock att tangeras i behandlingen av ämnet. Den skatterättsliga behandlingen av värdepapperisering kommer inte heller att behandlas i uppsatsen. Investerarnas rättsliga förhållande till specialföretaget kommer inte att tas upp i uppsatsen. De regler som styr utgivande och utformningen av värdepapper utelämnas.

---

<sup>8</sup> Barrows J. (ed.), *Special report, Current Issues in Securitisation*, s.1 samt prop. 2000/01:19 s. 8

## 1.3 Metod och material

Jag använder mig främst av den rättdogmatiska metoden. Det finns inte mycket skrivet om värdepapperisering på svenska med undantag av ett antal examensarbeten inom juridik och kanske främst inom ekonomi. Den enda svenska boken om värdepapperisering, *Värdepapperisering Securitisation* av Fredrik Månsson och Per-Ulrik Andersson (red.) gavs ut 1995 på Fritzes Förlag AB. År 2001 trädde ny lagstiftning i kraft med syfte att underlätta för värdepapperisering i Sverige. De förarbeten som utarbetades i samband med lagstiftningen är egentligen den enda källa till hur en värdepapperisering med ett svenskt specialföretag kan struktureras. Utöver detta finns det också ett antal artiklar om värdepapperisering samt ett antal examensarbeten om värdepapperisering. Därför har jag även valt att komplettera materialet med intervjuer. Syftet med intervjuerna var att få klarhet i vad som har hänt på den svenska marknaden för värdepapperisering sedan år 2001. I bilaga A finns en sammanställning av intervjuerna. Jag har valt att sammanfatta intervjuerna istället för att skriva ned dem en och en eftersom samtalen var informella med mycket öppna frågor och resonemang som faller utanför uppsatsen. Jag har därför valt att sammanställa det som är relevant för uppsatsen.

Uppsatsen inleds med en beskrivning av värdepapperisering ur ett allmänt perspektiv. Syftet med avsnittet är att klargöra vad värdepapperisering är och hur tekniken fungerar. Därefter följer ett kapitel som behandlar lagstiftning som berör värdepapperisering i Sverige. Kapitel fyra handlar om specialföretaget i en värdepapperisering. Därefter följer ett kapitel som behandlar de problem som kan uppstå vid överföringen av tillgångar till specialföretaget. Det femte kapitlet behandlar de frågeställningar som värdepapperisering skapar när det gäller sak- och obeståndsrättsliga problem. Uppsatsen avslutas med en slutsats i vilken förutsättningarna för värdepapperisering via ett svenskt specialföretag diskuteras.

## 2 Värdepapperisering

Värdepapperisering kräver omfattande strukturering och har utvecklats för den amerikanska marknaden. Strukturen har moment som är främmande för svenska förhållanden. Syftet med det här avsnittet av uppsatsen är därför att beskriva hur värdepapperisering fungerar ur ett allmänt perspektiv och hur grundstrukturen i en värdepapperiseringstransaktion ser ut. Avsnittet behandlar även några av de motiv som ligger bakom beslutet att genomföra en värdepapperisering, t.ex. möjligheten att uppnå finansiering utanför den egna balansräkningen genom användningen av ett specialföretag, samt nackdelar med värdepapperisering. Avsnittet innehåller även en kortare beskrivning av de olika risker som finns i en värdepapperisering och olika metoder för riskhantering.

### 2.1 Allmänt om värdepapperisering

Värdepapperisering utvecklades i USA i början av 1970-talet när United States Government National Mortgage Association (GNMA eller ”Ginnie Mae”) började ge ut värdepapper som baserades på hypotekslån.<sup>9</sup> Andra myndigheter började garantera liknande värdepapper och metoden spreds till den privata sektorn. Myndigheterna ställde upp som garantier för lån från privata långivare, vilket förenklade processen att föra samman homogena lån och att utge lämpliga värdepapper och medförde fördelar för långivarna. Värdepapperiseringens framgång på den amerikanska marknaden står att finna dels i den dåvarande lagstiftningen som förbjöd bankerna att agera utanför den egna delstaten samt i svårigheter att hantera svängningarna på penningmarknaden. Värdepapperisering erbjöd en möjlighet att kringgå utlåningsförbudet och investerare kunde därmed agera nationellt. Möjligheten att strukturera och matcha finansiering av lån gav ett mycket bättre skydd mot riskerna på marknaden.<sup>10</sup>

Investmentbanker och andra huvudaktörer på den amerikanska marknaden för värdepapperisering vände sig i mitten av 1980-talet mot den brittiska marknaden. Den brittiska marknaden var på många sätt olik den amerikanska; det fanns inte någon lagstiftning som begränsade lånemöjligheterna och man hade tillgång till rörliga räntor. År 1985 genomfördes den första värdepapperiseringen i Storbritannien. Fram till år 1989 hade de flesta obligationerna lång löptid 27-35 år med rörlig ränta, s.k.

---

<sup>9</sup> GNMA är en amerikansk statlig myndighet med uppgift att garantera betalning på hypotekssäkrades värdepapper som ges ut av nationella myndigheter som t.ex. Federal Housing Association. De första obligationerna som gavs ut var s.k. Ginnie Mae pass-through obligationer. Pass-through innebär att investeraren får både ränta och huvudstoden från banken eller lånegivaren. I detta fallet garanteras lånet av GNMA. Investeraren får genom köpet rätt till en del av en grupp sammanförda hypotekslån. Se Oxford Dictionary of Finance and Banking under *Ginnie Mae* och *Government National Mortgage Association*

<sup>10</sup> Bonsall D, *Securitisation*, s. 4 f.

*floating rate notes* (FRNs). Till en början var de flesta investerare banker som såg investeringen i värdepapperiserade element som lukrativa och säkra alternativ till andra former av investeringar i värdepapper. Då dessa värdepapper anses ha mycket hög kreditvärdighet jämfört med andra finansiella instrument har kretsen av investerare utökats till att omfatta andra grupper av investerare.<sup>11</sup>

Värdepapperisering finns numera i flera olika former, men en av de mest vanligen förekommande formerna är s.k. tillgångssäkrade värdepapper<sup>12</sup>, *asset-backed securities* (ABS) med en löptid på 18-36 månader. Lånen säljs till en specialorganisation som ger ut värdepapper. Investerarna i värdepappren får rätt till kassaflödet under lånet. Överföringen av tillgångar till ett specialföretag innebär att obligationerna säkras mot den tillgångsmassa som finns i specialföretaget. Kassaflödet under de värdepapperiserade tillgångarna öronmärks för de obligationer som utgivits av specialföretaget genom att rättigheten till kassaflödet övergår till köparen av värdepappren. Tillgångssäkrade obligationer, *asset-backed bonds* (ABB), innebär att lånet säljs till ett dotterbolag och därmed kvarstår i koncernens balansräkning. Kassaflödet är inte öronmärkt för de utfärdade värdepappren till skillnad från vid ABS utan garanteras i stället av någon form av försäkring. Köp av den här typen av värdepapper för därför inte med sig en rättighet till ett kassaflöde under en specifik tillgång. Vid en försäljning till ett specialföretag kommer de värdepapperiserade tillgångarna inte att konsolideras med originatorn, vilket innebär starkare ställning för investerarna. Vid värdepapperisering med ett dotterbolag uppnås inte samma skydd för specialföretagets tillgångar eftersom de fortfarande kvarstår inom koncernen, därför måste investerarna skyddas genom en försäkring.<sup>13</sup>

*Pay trough*-obligationer är en kombination av ABS och ABB; kassaflödet är öronmärkt för värdepappret men lånen kvarstår inom koncernens balansräkning. På den amerikanska marknaden garanteras hypotekslån på bostäder vanligen av någon form av myndighet, *collateralised mortgage obligations* (CMO), som kan bli föremål för ”dubbel” värdepapperisering. De värdepapperiseringar som inte garanteras av myndigheter backas istället upp av försäkringar. Värdepapperiseringar av *pass through*-typ innebär att de grundas på annuitetslån med fast ränta till skillnad från ”dubbla” värdepapperiseringar där räntan och det nominella beloppet delas upp på två olika värdepapper. Vilket innebär att de utfärdade värdepappren kan ha olika löptid och villkor; beroende på om värdepappret är baserat på räntan eller på det nominella beloppet. Syftet är att öka utrymmet för säkring av ränterisk och risktagande, eftersom marknadspriset på den här typen av

---

<sup>11</sup> Bonsall D., *Securitisation*, s. 5 ff.

<sup>12</sup> Jag har här valt att översätta *securities* till värdepapper. *Security* kan definieras som en finansiell tillgång t.ex. aktier, andelar, obligationer och andra former av värdepapper som ger ägaren rätt till lånade eller deponerade pengar. Se *Oxford Dictionary of Finance and Banking*, under *Security*

<sup>13</sup> *Modern finansiell ekonomi*, s. 369 f.

värdepapper svarar annorlunda mot räntefluktuationer än värdepapper med fast ränta.<sup>14</sup>

Värdepapperisering har genomgått en omfattande utveckling sedan metoden introducerades. Lagstiftning har införts för att underlätta värdepapperiseringar i flera länder. Det finns i dag flera olika typer av originatorer med vitt skilda verksamheter. Värdepapperisering har också utvecklats till att omfatta en mängd nya strukturer. Den vanligaste originatorn är i form av företag, men det händer även att myndigheter och ”superstjärnor” genomför värdepapperiseringar. Värdepapperisering kan användas för statlig finansiering, som t.ex. i England där studielån ha varit föremål för värdepapperisering och i Italien där värdepapperisering fordringar som baserats på socialhjälp har förekommit. Royaltyintäkter vid skivförsäljning har varit föremål för värdepapperisering, vilket kanske är så nära värdepapperisering av ett kassaflöde under enskilda personer som man kan komma. Fotbollsklubben Newcastle United använde sig av värdepapperisering för att finansiera expansionen av klubbens anläggning, St James Park, 1999. Värdepapperiseringen uppmärksammades dels därför att fotbollsklubbar inte tidigare hade varit involverade i värdepapperisering och dels därför att kassaflödet under värdepapperiseringen bestod av klubbens framtida biljettintäkter, ett exempel på en s.k. *future flow securitisation*.<sup>15</sup>

Värdepapperisering av ett framtida kassaflöde, såsom vid Newcastle United, skiljer sig från andra värdepapperiseringar eftersom det rör sig om tillgångar som inte existerar vid tidpunkten för värdepapperiseringen och krav mot framtida gäldenärer. Metoden utvecklades av sydamerikanska företag som hade svårt att få finansiering med acceptabel räntenivå p.g.a. osäkerheter i deras hemländer, men som i övrigt hade hög kreditvärdighet. Värdepapperisering för att finansiera förvärv av företag har blivit mycket vanligt under senare år. Strukturen i en sådan värdepapperisering bygger på att kassaflödet i det förvärvade företaget skall användas för att återbetala investerna. Det har också blivit vanligt att banker använder sig av värdepapperisering för att uppnå de krav på kapitaltäckning som ställs i lagstiftningen.<sup>16</sup>

## 2.2 Grundstrukturen vid värdepapperisering

Det som utmärker värdepapperisering från andra typer av finansiering är den aktiva finansiella och juridiska strukturen. Tekniken värdepapperisering går generellt ut på att tillgångar med kassaflöde förpackas till obligationslån eller andra värdepapper. Värdepapperisering kan göras inom företaget, men det vanliga är att ett nytt bolag bildas med syfte att äga den

---

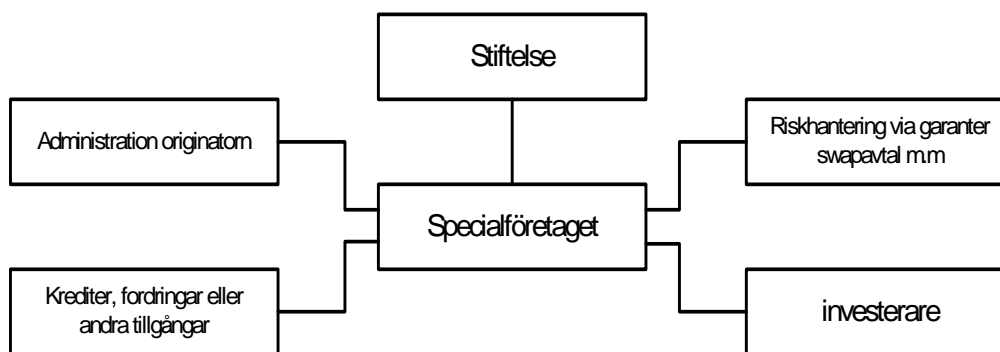
<sup>14</sup> *Modern finansiell ekonomi*, s. 371

<sup>15</sup> Barrows J. (ed.), *Special report, Current Issues in Securitisation*, s. 1 ff.

<sup>16</sup> *Ibid* s. 3 f.

värdepapperiserade tillgången. Syftet med det senare är att tillgången inte längre kommer att finnas med på företagets balansräkning. Värdepapperisering leds ofta av en investmentbank eller fondkommissionär, som genomför den matematiska och finansiella analysen av kassaflödet. Utöver detta anlitas också advokat- och redovisningsbyråer för att tillhandahålla juridisk-, redovisnings- och skattekompens. Större delen av de värdepapperiseringar som har genomförts av svenska företag har skett under engelsk rätt vilket innebär att en engelsk advokatbyrå har anlåtats. I de fall värdepapperiseringen sker i någon annan rättsordning krävs det att man anlitar expertis på just den rättsordningen.<sup>17</sup>

Strukturen på värdepapperiseringen beror delvis på hur lagstiftningen är utformad. I England och Wales sker värdepapperisering av hypotekslån vanligen genom att originatorn säljer eller för över en stor portfölj av fordringar som säkras av in-teckningar samt ev. andra säkerheter för fordringarna till ett specialföretag som oftast ägs av en s.k. *trust*<sup>18</sup>. Specialföretaget är självständigt från originatorns verksamhet och emitterar värdepapper till investerare. Investerarkollektivet företräds av en s.k. *bond trustee*<sup>19</sup>, som har till uppgift att bevaka investerarnas intresse av att värdet på obligationerna består. Detta sker dels genom att de säkerheter som förts över till specialföretaget omhändertas av företrädaren samt dels genom att portföljen ”pansätts” till investerarkollektivet. ”Pansättningen” ger företrädaren rätt till alla intäkterna från portföljen, främst ränta och amortering på fordringarna, men även intäkter från säkerheter och andra kreditsäkerhetsarrangemang. Specialföretagets intäkter utgör betalning för fordringarna. För att garantera avkastningen på portföljen även när t.ex. någon av portföljgäldenärerna inte betalar finns det flera olika kreditsäkerhetsarrangemang.<sup>20</sup>



mojliggör att egendom kan förvaltas till en annan persons nytta. Egendomen anförtros av en person till en annan för förvaltning åt en tredje. Ägandet av trusten är komplicerat eftersom förvaltaren av egendomen ”trustee” i teorin har funktionen som ägare av egendomen och har rätt att förvalta och kontrollera den, medan den personen för vars räkning egendomen förvaltas kan utkräva sin rätt till egendomen. Trusten är ett mycket komplext och flexibelt instrument. I svensk rätt fyller stiftelsen en del av trustens funktioner. McLoughlin & Rendell, *Law of Trust*, s. 4

<sup>19</sup> *Bond Trustee* har funktionen i de angloamerikanska rättsystemen att verka som representant för investerare kollektivt. Funktionen innebär ur investerarnas synvinkel att det finns en noggrann granskning av investeringen eftersom företrädaren är väl insatt och har möjlighet att få tillgång till all finansiell information. Wood P.R., *International Loans Bonds and Securities Regulation*, s. 164 ff.

<sup>20</sup> Bonsall D, *Securitisation*, s. 13 ff., Förslaget till figuren finns i Månsson F, & Anderson P-U (red.), *Värdepapperisering – Securitisation*, s. 16

Specialföretagets köp finansieras genom att specialföretaget ger ut standardiserade skuldebrev, oftast obligationer, i samband med förvärvet. Obligationerna utges i en viss valuta, t.ex. SEK eller USD, och löper antingen med fast eller med rörlig ränta. Obligationerna löper på bestämd tid, vanligen 2 – 5 år. Obligationerna omsätts på kapitalmarknaden. Portföljens kvalité och säkerhetsarrangemang är av högsta vikt för obligationsinnehavarna vilket också avspeglar sig på priset på obligationsräntan. Försäljningen av obligationerna sker vanligen via ett kollektiv av investmentbanker som tecknar sig för en viss mängd obligationer och i sin tur säljer dem till investerare eller på öppen marknad. Obligationerna noteras vanligen på flera internationella värdepappersbörser. Något av de internationella clearinginstituterna handhar normalt sett betalningarna på obligationerna, emissionsvalutan och ränte- och kapitalbetalningar.<sup>21</sup>

Utomlands har det blivit vanligt med s.k. *conduits*. Conduits är en form av specialföretag som inrättas för att användas vid flera olika värdepapperiseringar. De inrättas vanligen av stora banker och finansiella institutioner i syfte att låta ett flertal olika klienter använda sig av strukturen för värdepapperisering av krediter. Administrationen sköts av den ansvariga banken. Syftet med att använda sig av ett conduit istället för att upprätta en egen struktur för varje värdepapperisering är att det minskar kostnaderna för de företag som genomför värdepapperiseringar. De värdepapper som ges ut av ett conduit är värdepapper med kort löptid, oftast ett år, s.k. *commercial papers* (CPs). CP-programmet har normalt kortare löptid än värdepapperiseringen så ett nytt CP-program ersätter det gamla när det löper ut. Arrangemanget kräver extra kreditstärkande åtgärder eftersom det finns en refinansieringsrisk, risken för att nya investerare inte hittas till nästföljande CP-program.<sup>22</sup>

## 2.3 Olika strukturer på marknaden

Värdepapperisering används för att beteckna ett flertal olika förfaranden med olika struktur. I den bredaste definitionen av värdepapperisering innefattar begreppet alla former av finansiering som sker genom att man vänder sig till kapitalmarknaden för att ge ut värdepapper. Värdepapperisering är inte någon homogen produkt; olika typer av

---

<sup>21</sup> Nydrén B., *Om kreditrisker och juridiska risker vid s.k. värdepapperisering*, s.224

<sup>22</sup> de Hevesy S. & Sahibzada K., *Nya förutsättningar för värdepapperisering*, s. 39 f.

Commercial Papers finns i olika former och är inte unikt för värdepapperisering. CPs löper på kort tid. De främsta utgivarna av CPs är stora institutioner med hög kreditvärdighet som försäkringsbolag, banker och pensionsfonder. Se *Oxford Dictionary of Finance and Banking* under *Commercial Paper*.



tillgångar, olika kategorier av företag och olika behov bestämmer hur strukturen utformas.<sup>23</sup>

Värdepapperisering i den mest renodlade formen som består av att tillgångar förs över till ett specialföretag. Tillgångarna som förs över till specialföretaget består i huvudsak av olika slags krediter; lån till konsumenter, lån till kommersiella fastigheter, bostadslån och andra typer av lån och som förs över till ett specialföretag. Huvudgrupperna på marknaden utgörs av ABS, CMBS (*commercial mortgage-backed securities*) hypotekslån som säkras av antingen "företagshypotek" eller fast egendom, RMBS (*residential mortgage-backed securities*) hypotekslån med säkerhet i bostäder och NPLs (*non-performing loans*), "dåliga" lån med osäker risk. Till den mer renodlade formen av värdepapperisering hör även värdepapperisering genom conduits och olika CP-program. En grupp av tillgångar som ofta är föremål för värdepapperisering genom conduits är krediter som uppkommer i samband med handel (*trade receivables*).<sup>24</sup>

Det finns även produkter som ligger någonstans emellan den mer traditionella formen av värdepapperisering och andra former av obligationer. *Future flows* och värdepapperisering av företag (*whole business*) utgör exempel på sådana "mellanformer" av värdepapperisering. Andra exempel på strukturer som inte är värdepapperisering i dess renodlade form är, *CDOs* (*collateralised debt obligations*), syntetiska strukturer, *repackagings* och olika former av säkerställda obligationer, s.k. guldkantade obligationer.<sup>25</sup>

### 2.3.1 CDO's och repackagings

CDOs innebär en struktur där låneportföljer ompaketeras och erbjuds till investerare. Metoden användes av banker i slutet av 1990-talet för att "sälja" av lån och på så sätt minska kraven på kapitaltäckning. De kan antingen bestå av samma låneportfölj under transaktionens livstid eller så kan man tillåta handel med de tillgångar som ingår i portföljen. CDOs kan delas in i CLO (*Collateralised Loan Obligation*) och CBO (*Collateralised Bond Obligation*). Strukturen kan antingen användas för att minska balansräkningen eller för att genomföra arbitrageaffärer. CDOs kan antingen utföras med strukturer som baseras på kassaflödet under tillgångarna, syntetiska strukturer eller strukturer som är baserade på det marknadsvärde som kan realiseras vid portföljens likvidation. Repackaging påminner om CDOs i det avseende att strukturen innebär att lån ompaketeras för att underlätta möjligheterna till finansiering genom att emittera värdepapper. Skillnaden mellan CDOs och repackaging ligger i att repackaging används för enstaka underliggande tillgångar medan CDOs används för en hel portfölj. Det är främst CBOs som uppvisar stora likheter med repackaging. CLOs är ofta mer komplexa och innehåller mer heterogena lån som ofta

---

<sup>23</sup> Blåvarg M. & Lilja P., *Värdepapperisering en framtida finansieringsform*, s. 25 ff.

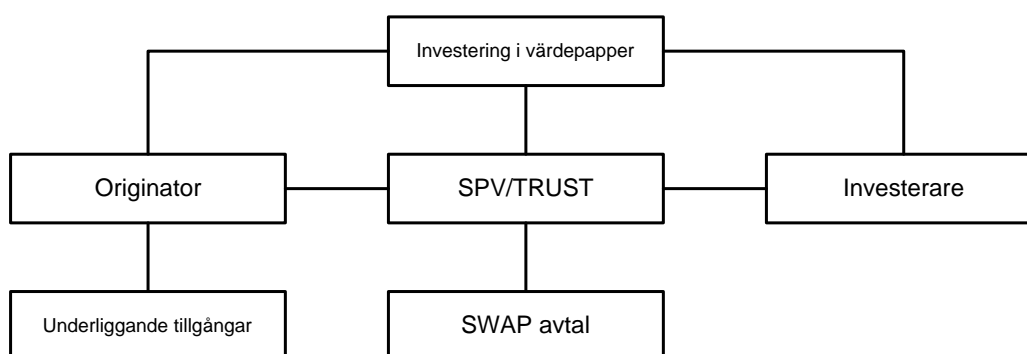
<sup>24</sup> Deacon J., *Global Securitisation and CDOs*, s. 2, 456, 603

<sup>25</sup> Deacon J., *Global Securitisation and CDOs*, s. 1f.

innehåller lån med restriktioner i låneavtalen som begränsar möjligheterna att förflytta lånet utan medgivande från låntagaren.<sup>26</sup>

## 2.3.2 Syntetiska strukturer

Syntetiska strukturer innebär att risker säljs via kreditderivat. En syntetisk värdepapperisering består av att kreditderivat förflyttas mellan ett specialföretag och originatorn. Kreditderivaten är baserade på en underliggande tillgång, en referenspool, som kan vara en pool av obligationer eller hypotekslån eller liknande. Strukturen går ut på att specialföretaget ingår ett avtal med originatorn att täcka de förluster som uppkommer i den underliggande poolen i utbyte mot betalning i form av ett periodiskt premium. Specialföretaget ger ut värdepapper till investerare och investerar förtjänsten i värdepapper t.ex. statsobligationer, säkerställda obligationer eller obligationer som emitteras av originatorn. De tillgångar som specialföretaget investerar i utgör säkerhet för både originatorn, specialföretaget och investerarnas respektive fordringar. Vid en syntetisk struktur sker ingen överföring av tillgångar (*true sale transfer*). Det är inte ovanligt att den underliggande tillgången som derivaten baseras på också är derivat från en tidigare genomförd syntetisk struktur. De värdepapper som emitteras av specialföretaget baseras på de värdepapper som specialföretaget väljer att investera i samt det premium som betalas av originatorn. I de fall det uppkommer förluster i referenspoolen likvideras en del av de värdepapper som specialföretaget har investerat i för att täcka förlusten hos originatorn.<sup>27</sup>



Investerarna i en syntetisk struktur tar en dubbel risk eftersom de dels är exponerade för risker som följer med referenspoolen och för de risker som följer med specialföretagets investering som är den tillgång som skall användas för att återbetala investerarna. I de fall som specialföretagets investering består av obligationer som utgivits av originatorn ökar risken

<sup>26</sup> Deacon J., *Global Securitisation and CDOs*, s. 112

<sup>27</sup> Deacon J., *Global Securitisation and CDOs*, s. 152, figuren är en förenkling av den struktur som finns i Deacon J., *Global Securitisation and CDOs*, s. 152

ytterligare eftersom även dessa är beroende av originatorns kreditvärdighet.<sup>28</sup>

Marknaden för syntetiska strukturer är stor just nu.<sup>29</sup> Jag känner dock endast till ett fall då en svensk aktör har genomfört en syntetisk struktur. År 2001 genomförde Föreningssparbankens bostadsinstitut, en syntetisk värdepapperisering.<sup>30</sup>

### 2.3.3 Säkerställda obligationer

Säkerställda obligationer (*covered bonds*) är obligationer som har säkerhet i en öronmärkt pool av revolverande hypotekslån eller krediter från offentlig sektor. Lagstiftning gör det möjligt att särskilja de lån som ligger till grund för obligationerna på ett sådant sätt att de skyddas från insolvens hos det institut som givit ut obligationerna. Innehavaren av obligationen har förmånsrätt till den säkerställda poolen. Pfandbriefe är den tyska varianten av säkerställda obligationer. De emitteras av hypoteksbanker och baseras på en grupp av hypotekslån som antingen härstammar från privat eller från offentlig sektor. De hypotekslån som obligationerna baseras på avskiljs från institutets övriga tillgångar i syfte att skydda dem mot insolvens hos den emitterande banken men lånen kvarstår ändå i institutets balansräkning. Innehavaren av Pfandbriefe har rätt till en viss del av lånepoolen. Skillnaden från den mer traditionella formen av värdepapperisering består i att tillgångarna inte förs över till en specialbildad enhet. Tillgångarna kvarstår hela tiden i det emitterande företaget. Till skillnad från vanliga företagsobligationer innebär de säkerställda obligationerna att de baseras på en viss grupp av tillgångar som är säkerställda mot tillgångar som inte riskerar att dras in i ett insolvensförfarande hos utgivaren av obligationerna.<sup>31</sup>

Svenska banker och kreditinstitut har sedan den 1 juli 2004 möjlighet att ge ut säkerställda obligationer efter tillstånd av Finansinspektionen. Enligt den svenska regleringen skall det emitterande institutet särskilja särskilda tillgångar (säkerhetsmassa) som vid varje tidpunkt skall överstiga det nominella beloppet av de fordringar som obligationsinnehavarna kan göra gällande mot institutet (beloppsmatchning). Säkerhetsmassan skall i första hand bestå av krediter som har lämnats mot säkerhet i viss egendom (hypotekskrediter) eller krediter som har beviljats vissa särskilt säkra låntagare som bl.a. svenska staten, kommuner samt vissa stater, centralbanker och kommuner inom EES och OECD (offentliga krediter). Andra tillgångar av särskilt säker och likvid karaktär kan ingå i säkerhetsmassan som fyllnadssäkerheter till en andel av högst 20 %. Det finns vissa högsta belåningsgrader av hypotekskrediterna, för fast egendom,

---

<sup>28</sup> Deacon J., *Global Securitisation and CDOs*, s. 153

<sup>29</sup> Samtal med intervjupersoner se bilaga A

<sup>30</sup> [http://www.foreningssparbanken.se/misc/spintab/bokslutskommunik\\_2001.pdf](http://www.foreningssparbanken.se/misc/spintab/bokslutskommunik_2001.pdf), den 11 april 2005

<sup>31</sup> Deacon J., *Global Securitisation and CDOs*, s. 2 f., 469, 529

tomträtt och bostadsrätt skall den högsta belåningsgraden vara 75 % av marknadsvärdet. För egendom avsedd för jordbruksändamål skall högsta belåningsgraden vara 70 % och för kommersiella ändamål 60 %. Innehavare av säkerställda obligationer har särskild förmånsrätt med bästa rätt i säkerhetsmassan.<sup>32</sup>

## 2.4 Aktörer i en värdepapperisering

Originatorn är den som tar initiativ till att genomföra värdepapperisering. Bakom beslutet ligger ett flertal affärsmässiga överväganden, olika originatorer har olika skäl till att genomföra en värdepapperisering. Originatorn identifierar och avskiljer lämpliga tillgångar/krediter, bildar specialföretaget och för över tillgångarna till specialföretaget. Originatorn var till en början vanligen ett hypoteksbolag, men kan numera finnas inom en vid krets av olika verksamhetsområden.<sup>33</sup>

Tillgången/tillgångarna som är föremål för värdepapperisering kan vara av varierande slag. Värdepapperisering kan antingen ske direkt av en tillgång eller indirekt av krediter baserade på den underliggande tillgången. Det mest vanligt förekommande är värdepapperisering av krediter. Detta sker antingen genom att en befintlig stock av krediter värdepapperiseras eller att ett system byggs upp med krediter som från början är tänkta för värdepapperisering. Ytterligare ett alternativ är att skraddarsy krediter för värdepapperisering för finansiering av en viss tillgång. I stort sett kan alla fordringar värdepapperiseras. Det är viktigt att tillgångarna är noga analyserade så att kassaflödet är säkert och förutsebart. Kapitalvärdet måste hållas i stort sett konstant, fordringarna skall vara homogena och kassaflödet förutsebart med god precision.<sup>34</sup>

Struktureringen av tillgångarna sker initialt genom att originatorn och en investmentbank utreder om värdepapperisering kan ske. Därefter börjar arbetet med att välja ut de krediter som kan tänkas ingå i värdepapperiseringen. Därefter låter man utföra en s.k. *Due Diligence* (DD) av de krediter som är föremål för värdepapperisering. Syftet med en DD är att få en oberoende och professionell granskning av tillgångsmassan samt att få en verifiering av de uppgifter som står i det prospekt som publiceras i samband med värdepapperiseringen.<sup>35</sup> Inledningsvis sätts de krediter som skall värdepapperiseras samman i en pool som värderas genom att varje lån kontrolleras mot ett register med de kriterier som uppställts av

---

<sup>32</sup> Prop. 2002/03:107, *Säkerställda obligationer*, s. 1 f. samt s. 20 f.

<sup>33</sup> Barrows J. (ed.), Special report, *Current Issues in Securitisation*, s. 2

<sup>34</sup> Månsson F. & Andersson P-U. (red.), *Värdepapperisering – Securitisation*, s. 14, 24, prop. 2000/01:19 *Bättre förutsättningar för värdepapperisering*, s. 9

<sup>35</sup> Man kan genomföra en DD av olika skäl, här avses endast den DD som görs för att urskilja de krediter som kan bli föremål för värdepapperisering. I en värdepapperiseringstransaktion används en DD också av kreditratinginstituten i deras bedömning av transaktionen. För en noggrannare beskrivning av DD, se Gorton L. (red.), *Due diligence – Garantier och undersökning vid olika avtalstyper*

uppdragsgivaren. Värderingen kan i vissa fall endast ske genom stickprovskontroller under förutsättning att man har en god uppfattning om kvalitén och att kontrollen har varit god. Från poolen väljs de krediter ut som uppfyller förutsättningarna för värdepapperisering. De krediter som inte uppfyller kraven gallras ut. Slutresultatet av granskningen beskrivs i detalj i ett s.k. comfort letter. Originatorn och investmentbanken som handhar försäljningen av specialföretagets utgivna obligationer är de mest väsentliga uppdragsgivarna men även ratingbolagen har ett stort intresse av att en oberoende granskning sker.<sup>36</sup>

Specialföretaget är lågt kapitaliserat och saknar i praktiken egna medel för förvärv, täckning av underskott och egen administration. Verksamheten i specialföretaget är begränsad till att äga tillgången/fordringarna och finansierar förvärvet genom att emittera värdepapper. Intäkten från obligationsförsäljningen motsvarar köpesumman för portföljen efter avdrag för transaktionskostnader och eventuell fondering i specialföretaget. Specialföretaget saknar i princip tillgångar förutom portföljen. I många transaktioner kan man nå skattemässiga fördelar genom att placera specialföretaget i ett s.k. skatteparadis, för att maximera vinsten av transaktionen. Det är möjligt att finansiera en verksamhet genom försäljning av värdepapper utan ett specialföretag, men specialföretaget fyller två viktiga funktioner, dels möjliggörande av finansiering utanför balansräkningen och dels en säkerhetsfunktion. Om värdepapperiseringen sker inom det värdepapperiserade företaget skulle det varit mycket svårt att isolera tillgången/fordringarna från den övriga verksamheten så att sakrättsligt skydd uppnås. Specialföretaget sätts upp av originatorn men originatorn kan inte vara ägare av det eftersom det skulle leda till att specialföretaget konsolideras med originatorn och finansiering utanför balansräkningen inte är möjlig. I angloamerikansk rätt har problemet lösts genom att specialföretaget ägs av en s.k. trust, som agerar som holdingbolag. Ibland finns det ytterligare holdingbolag. Specialföretaget i sig utformas i England som ett publikt aktiebolag<sup>37</sup> med minsta möjliga aktiekapital. Eftersom institutet trust saknas i Sverige måste en svensk värdepapperisering struktureras på annat sätt. Möjligheterna till att strukturera en svensk värdepapperisering utanför balansräkningen behandlas i avsnitt fyra.<sup>38</sup>

Administrationen i specialföretaget kräver en organisation med omfattande kunskap och kapacitet. Specialföretaget saknar vanligen kapacitet för att sköta administrationen och anlitar därför en administratör, som vanligen är originatorn. Originatorn har affärsintresse av kunderna under avtalen i portföljen och kompetens att ombesörja administrationen. Det huvudsakliga målet med administrationen består i att hantera portföljen så att specialföretagets intäkter och utgifter motsvarar varandra både när det gäller storleken och tiden. Portföljen administreras under löptiden och

---

<sup>36</sup> Månsson F. & Andersson P-U. (red), *Värdepapperisering – Securitisations*,

<sup>37</sup> Specialföretaget måste vara publikt för att kunna erbjuda värdepapper till allmänheten.

För att specialföretaget skall vara publikt krävs ett aktiekapital på minst £ 50 000

<sup>38</sup> Bonsall D, *Securitisation*, s. 21 ff.

refinansieras när obligationerna förfaller till betalning. Inbetalningar som kommer in till specialföretaget går ut som betalningar på obligationerna. I de fall där utrymme inte finns för att amortera på obligationerna brukar överskottet utgå som ränta eller finansiera köp av ytterligare fordringar av samma slag från originatorn.<sup>39</sup>

Investerarna i värdepapperiserade instrument utgörs av olika institutionella placerare, privatpersoner samt banker, hypoteksinstitut och andra kreditgivare. Investering i värdepapperiserade instrument innebär en kreditvärdig placering med god avkastning. Detta innebär att man får förhållandevis hög ränta till den risk man tar. Detta kan naturligtvis variera från fall till fall men exempelvis så tillmättes de obligationer som emitterades vid Stockholms Stads finansiering via S:t Erik Securities No 1 samma rating som svenska statsobligationer men klart högre avkastning. Värdepapperisering innebär en möjlighet för investerare att få en större diversifikation och därmed minska sina risker.<sup>40</sup>

Ratinginstituten, t.ex. Moody's och Standard and Poor's, har en viktig roll i en värdepapperisering. Ratinginstitutet betygsätter kreditvärdigheten på obligationerna på specialföretagets begäran. Ratinginstitutet sätter sitt betyg efter de ekonomiska och juridiska risker som finns med värdepapperiseringen. Kreditvärdigheten på obligationerna är samma sak som kreditvärdigheten hos specialföretaget. Ratinginstitutet gör en noggrann analys av alla moment i transaktionen och sätter betyg på kreditvärdigheten. Betyget kan inte bli högre än det lägsta betyget för någon förpliktad part i transaktionen. En part kan uppgraderas genom att en högre rankad part står som garant för den förpliktade partens del i transaktionen. En högt ratad garant kan därmed sälja sina tjänster till ett högre pris än den reella risken som försäkras då det är viktigt för specialföretaget att få ett högt betyg. Betygsättningen mäter risken med placeringen och ökar dessutom möjligheten att omsätta obligationerna, eftersom det används som underlag för investeringsbeslutet.<sup>41</sup>

De ekonomiska riskerna med värdepapperisering hanteras primärt genom avtal med kreditinstitut eller leverantörer av administrativa tjänster som agerar riskbärare i värdepapperiseringen, och i vissa fall finns det också myndigheter som fungerar som garantier för delar av värdepapperiseringen. Försäkring, bankgaranti, garanti från originatorn, egen fondering<sup>42</sup> eller särskilda riskobligationer eller kombinationer av dessa används för att möta riskerna. Risken att riskhanterarna inte skall fullgöra avtalet möts in sin tur genom ytterligare avtal. Det är vanligt att någon tar på sig funktionen som administrator om originatorn får svårigheter att fylla funktionen "service of

---

<sup>39</sup> Nydrén B., *Om kreditrisker och juridiska risker vid s.k. värdepapperisering*, 223 ff.

<sup>40</sup> Månsson F. & Andersson P-U. (red.), *Värdepapperisering – Securitisation*, s. 20 f.

<sup>41</sup> Nydrén B., *Om kreditrisker och juridiska risker vid s.k. värdepapperisering*, s.229 ff. samt Månsson m.fl., *Värdepapperisering – Securitisation*, s. 84 f.

<sup>42</sup> Skillnaden mellan intäkten från ränteintäkter på portföljen och ränteutgifter på obligationerna s.k. spread innebär att specialföretaget kan bygga upp fondering. Se, Nydrén B., *Om kreditrisker och juridiska risker vid s.k. värdepapperisering*, s. 229 ff.

last resort”. Ett annat alternativ är att teckna en s.k. fullgörandegaranti hos en tredje part t.ex. ett försäkringsbolag. Fullgörandegaranti innebär att garanten står för de kostnader hos specialföretaget som uppstår på grund av att fullgörande uteblivit. I praktiken är fullgörandegarantin en garanti för att specialföretaget skall fortsätta att fungera i de fall då en leverantör av en tjänst till specialföretaget är insolvent. Garantin kan utöver att skydda mot kreditrisker även höja kreditvärdigheten vilket kan ha betydelse för ratinginstitutens bedömning. I alla riskhanteringsvarianter ingår vanligen någon form av självrisk, som i regel bärs av originatorn då denne är huvudintressent i transaktionen.<sup>43</sup>

## 2.5 Risker vid värdepapperisering

I en värdepapperisering finns det många olika slag av risker som inträder vid olika tidpunkter i transaktionen. Riskerna kan i princip delas in i två olika grupper, juridiska och ekonomiska risker. De ekonomiska riskerna utgörs i princip av följande; kreditrisk som består i risken för insolvens hos portföljgäldenärerna, likviditetsrisk som utgörs av risken för försenad betalning från portföljgäldenärerna, refinansieringsrisken innebär risken för att portföljvärdet inte kan omvandlas till likvida medel vid obligationernas förfallodag, reinvesteringsrisken, innefattar risken för att de intäkter som når specialföretaget och som inte direkt återgår till investerarna inte kan investeras på ett fördelaktigt vis.<sup>44</sup>

De juridiska riskerna består av dokumentationsrisk, rättsosäkerhetsrisk och politisk risk. Dokumentationsrisken innebär risken för att avtal och andra dokument utformas på ett sätt som inte speglar den avsedda innebörden. Rättsosäkerhetsrisker uppstår när rättsläget är oklart medan den politiska risken består i att lagstiftaren ändrar reglerna för värdepapperiseringen under dess livstid. De juridiska riskerna är inte lika ”hanterbara” som de ekonomiska riskerna i det avseendet att det är mycket svårt, om ens möjligt att teckna försäkring mot dem. Jurister har ofta ansvarsförsäkringar, men dessa gäller ofta inte i de fall då rättsläget har varit oklart och dessutom brukar juridiska utlåtanden vanligen förses med reservationer. Avtalen i en

---

<sup>43</sup> Ibid, De leverantörer som skyddas är främst administratörn/originatorn, kreditinstitutet som tillhandahåller likviditetsfacilitet, banken som utlovar minimiränta på banktillgodohavande, banken som är motpart i Swapp-avtalet samt försäkringsgivare eller andra garantier som garanterar specialföretaget mot kreditrisker hos portföljgäldenärerna. Självrisk kan utformas antingen som ett åtagande för originatorn att svara för kreditförluster upp till ett visst belopp eller ett visst antal procent av kapitalvärdet av portföljen. Det vanligaste är dock att specialbolaget innehåller en viss del av köpeskillingen från obligationsförsäljningen eller som efterställt lån från originatorn till specialföretaget s.k. junior secured loan. Lånet utbetalas efter infriandet av obligationerna som uppskjuten villkorad tilläggsköpeskillning, deferred purchased price (DDP). Ett åtagande eller fordran på DDP bör ses som riskkapital hos originatorn. En stor självrisk kan försäkras, men försäkringen kan bli mycket dyr eftersom den i så fall skulle vara utformad för att täcka de första förlusterna och således innebära mycket hög risk. Se, Nydrén B., *Om kreditrisker och juridiska risker vid s.k. värdepapperisering*, s. 229 ff.

<sup>44</sup> Nydrén B., *Om kreditrisker och juridiska risker vid s.k. värdepapperisering*, s. 225 ff.

värdepapperisering är mycket omfattande och komplexa och ofta upprättade under stor tidsbrist. Värdepapperiseringen är mycket känslig även för små förändringar i ekonomin eftersom metoden i princip är en arbitrage affär. Tekniken kräver därmed att den genomförs under ett mycket kort tidsspänn. Detta resulterar i att även om de skickligaste och mesta kompetenta juristerna anlitas är ändå dokumentationsrisken en realitet att beakta. Utöver dessa två huvudgrupper av risker finns också den operativa risken som innefattar de risker som inte är hänförliga till den finansiella marknaden, t.ex. risker för bränder ”den mänskliga faktorn” och liknande risker.<sup>45</sup>

Management risker hänför sig till organisationen av värdepapperiseringen, administrativa rutiner och personal. Den här formen av risker minskas genom införandet av kontrollsystem och rapporteringsvägar som medger kontroll av alla risker. Det finns även förtroenderisker som innebär risken för att förmågan att specialföretaget skall kunna infria obligationerna kommer att omvärderas. Den tekniska risken innebär risken för att datorer och andra tekniska system havererar.<sup>46</sup>

Vid den inledande fasen av värdepapperiseringen dominerar dokumentationsrisken. Under värdepapperiseringens livstid är kredit- och likviditetsriskerna, reinvesteringsrisken, ränte- och valutariskerna, fullgöranderisken, rättsosäkerhetsrisken och den politiska risken centrala i transaktionen medan refinansieringsrisken inträder först i slutet av transaktionen. Riskerna i en värdepapperisering ligger primärt hos specialföretaget, obligationsinnehavarnas risk utgörs av att inte obligationerna kommer att infrias av specialföretaget, vilket är en indirekt risk då det egentligen är en risk för specialföretaget. De övriga inblandade i transaktionen har fått betalt i förskott eller i samband med överlåtelsen och är därmed inte utsatta för ekonomiska risker.<sup>47</sup>

## 2.6 För- och nackdelar med värdepapperisering

Värdepapperisering innebär fördelar både för originatorn och för investerarna i värdepappren. Syftet med varje enskild värdepapperisering varierar beroende på vilken verksamhet originatorn har och ändamålet med värdepapperiseringen. De vanligaste ändamålen med värdepapperisering är att frigöra kapital, bredda finansieringskällor och förbilliga kapitalanskaffning. Ändamålen överlappar varandra och kan utvecklas i olika varianter med andra syften.<sup>48</sup>

---

<sup>45</sup> , Nydrén B., *Om kreditrisker och juridiska risker vid s.k. värdepapperisering*, s. 233 ff.

<sup>46</sup> Afrell A. & Klahr H. & Samuelsson P., *Lärobok i kapitalmarknadsrätt*, 132 ff.

<sup>47</sup> Nydrén B., *Om kreditrisker och juridiska risker vid s.k. värdepapperisering*, s. 236

<sup>48</sup> Bonsall D, *Securitisation*, s. 4, Nydrén B., *Om kreditrisker och juridiska risker vid s.k. värdepapperisering*, s. 226



De två främsta fördelarna med värdepapperisering är vanligen att uppnå en matchad finansiering och att finansieringen kan genomföras utanför den egna balansräkningen. Matchningen innebär att de finansiella instrument som skapas i specialföretaget kan matchas med andra instrument, för att minska riskerna med finansieringen. Löptiden på de värdepapperiserade fordringarna kan matchas med löptiden på de emitterade värdepappren. Fordringar som löper med fast ränta kan värdepapperiseras mot värdepapper med fast ränta etc. Finansiering utanför den egna balansräkningen medför att man får förbättrade nyckeltal eftersom man kan utnyttja en tillgång till sitt fulla värde. Företaget kan därmed uppnå en högre soliditet genom en värdepapperisering och förbättrad kapitaltäckning i de fall då originatorn är ett kreditinstitut vilket medför ett ökat expansionsutrymme.<sup>49</sup>

Värdepapperisering medför positiva effekter för företag som vill omvandla illikvida tillgångar till likvida. Illikvida tillgångar med ett stabilt kassaflöde, t.ex., billån, kreditkortsfordringar och andra stora kundfordringsstockar kan värdepapperiseras. Värdepapperisering kan användas för att lyfta ut fordringar/lån ur kreditinstitut. Kreditinstitutet kommer efter värdepapperiseringen ha lika stora tillgångar som tidigare men en mindre del utgörs av lån som kräver kapitaltäckning. Banker och andra kreditinstitut kommer med värdepapperisering att kunna låna ut en större andel av sina tillgångar och ändå hålla sig inom gällande regler för kapitaltäckning eftersom lånen kan värdepapperiseras.<sup>50</sup>

Värdepapperisering kan användas som ett verktyg för att hantera risker. Genom att värdepapperisera riskfyllda delar som inte utgör den egentliga verksamheten hos företaget, som t.ex. hanteringen av kundfordringar, kan företaget minska kredit-, valuta- eller ränterisker. Värdepapperisering kan också användas som en metod att avveckla delar av verksamheten i ett företag. Med värdepapperisering kan ett företag få billigare finansiering, reducering av balansräkningen samtidigt som affärskontakter kan behållas.<sup>51</sup>

Fördelarna för investerarna i de emitterade värdepappren består i att risken med investeringen begränsas till en specifik grupp av fordringar. Värdepapperisering innebär att man kan skraddarsy portföljer med tillgångar som kan matchas med investerarnas behov. Det kan diskuteras om värdepapperisering medför några fördelar för portföljgäldenärerna, de som har tecknat lånen eller krediterna. Erfarenheter från USA visar att det initialt inte medförde några större skillnader för låntagarna, förutom att låneinstitutet fick ett större låneutrymme. På längre sikt har det visats att kostnader för krediter har sjunkit och att det finns en större variation och flexibilitet i de hypotekslån som gemene man kan teckna.<sup>52</sup>

För samhället i stort så innebär värdepapperisering att konkurrensen på kredit marknaden ökar. Värdepapperisering kan tjäna som ett komplement

---

<sup>49</sup> Månsson F. & Andersson P-U. (red.), *Värdepapperisering – Securitisation*, s. 17 f.

<sup>50</sup> Prop. 2000/01:19, *Bättre förutsättningar för värdepapperisering*, s. 15

<sup>51</sup> Månsson F. & Andersson P-U. (red.), *Värdepapperisering – Securitisation*, s. 17 ff.

<sup>52</sup> Bonsall D, *Securitisation* s. 4

till andra finansieringskällor och effektiviteten i distributionen av kapital ökar med minskande kostnader för finansiering som konsekvens. Nya kreditgivare kan ha lättare att etablera sig på marknaden eftersom det inte krävs ett stort buffertkapital. Många kredittagare kan ordna egen finansiering utan att kontraktera finansiella intermediärer, vilket innebär lägre kostnad. Med lägre kostnad för finansiering bör kostnaden för varor och tjänster sjunka vilket kan innebära högre aktivitet i näringslivet. Värdepapperisering medför ökade krav på riskanalys och riskhantering, vilket kan ge positiva effekter i form av en generell höjning av kraven på riskhantering. Värdepapperisering innebär en ökning av antalet emittenter på marknaden. Strukturen på värdepapperisering med att en rad kreditstärkande åtgärder innebär att nya investerare med höga kapitaltäckningskrav kan attraheras. Nya emittenter och en väl fungerade andrahandsmarknad för handel med värdepapperiserade instrument innebär att obligationshandeln stimuleras i sin helhet.<sup>53</sup>

En nackdel med värdepapperisering är risken för s.k. *cherry-picking*, vilket innebär att det endast är fordringar med hög kreditvärdighet som blir föremål för värdepapperisering. När värdepapperisering används av banker och kreditinstitut som en metod för att uppfylla lagstiftarens krav på kapitaltäckning finns det en risk för att de kvarvarande lånen som anses för dåliga för att värdepapperiseras är de som blir kvar i bankens ägo. Den totala kreditvärdigheten hos lånen kommer därmed att bli mycket lägre än om värdepapperisering inte skett. Värdepapperisering innebär att kreditexponering och riskexponering förändras, vilket får konsekvenser för flera av parterna i en värdepapperisering; det säljande företaget kan förändra sin riskexponering väsentligt genom att sälja av fordringar eller verksamheter, investerarna det säljande företaget får en förändrad kreditexponering efter försäljningen och investerarna i det specialbildade företaget får i och med köpet av värdepapper i specialföretaget en förändrad kreditexponering.<sup>54</sup>

Värdepapperisering är komplex, tidskrävande och kanske framförallt kostsam. Detta medför att det måste vara mycket stora tillgångar som värdepapperiseras för att det skall vara lönsamt. Metoden är förhållandevis ny i Sverige. De strukturer som finns är anpassade efter den internationella marknaden och det kan finnas problem med att passa in detta i svenska förhållanden. Värdepapperisering innebär att den som använder sig av tekniken måste vara beredd att släppa ifrån sig inflytande över den tillgång som värdepapperiseras. Ledningen för företaget som genomför värdepapperiseringen måste vara mycket flexibel när det gäller hanteringen av företagets tillgångar för att skydda tillgångarnas värde.<sup>55</sup>

---

<sup>53</sup> Månsson F. & Andersson P-U. (red.), *Värdepapperisering – Securitisation*, s. 22 f., samt prop. 2000/01:19 *Bättre förutsättningar för värdepapperisering*, s. 13

<sup>54</sup> Ds 1998:71 *Bättre förutsättningar för värdepapperisering*, s. 19 ff.

<sup>55</sup> Månsson F. & Andersson P-U. (red.), *Värdepapperisering – Securitisation*, s. 19 f.

## 2.7 Värdepapperisering i Sverige

I Sverige började intresset för värdepapperisering under finanskrisen i början av 1990-talet. De svenska kreditinstituten såg värdepapperisering som en möjlighet att hantera de stigande kreditförlusterna, som minskade kapitalbasen. Värdepapperisering gav kreditinstituten en möjlighet till att kunna uppfylla kravet på kapitaltäckningen genom att föra ut krediter från balansräkningen. När situationen förbättrades inom den finansiella sektorn har andra skäl tagit överhanden; såsom kostnadsfördelar, breddning av investerarbasen och ökat antal källor för kapitalanskaffning.<sup>56</sup>

Svensk Fastighetskredit (numera S-E-Banken Bolån) var det första kreditinstitutet att genomföra värdepapperisering i Sverige. 1990-1994 genomfördes värdepapperiseringar i nio omgångar av hypotekslån i enfamiljsbostäder och i ett av fallen av lån i flerfamiljsbostäder. Transaktionerna genomfördes med hjälp av specialföretag på Jersey. Tillgångarna pantsattes hos en trustee och Svensk Fastighetskredit fungerade som servicebolag och skötte administrationen. Portföljgäldenärerna gavs inte information om att lånen hade värdepapperiserats utan fortsatte att betala ränta och amortering till Svensk Fastighetskredit.<sup>57</sup>

Hypoteksinstitutet BoKredit använde sig av värdepapperisering för att finansiera bolån. BoKredit beviljade krediterna som förmedlades av Posten AB där den kallades för Lita Bolån. När kreditvolymen blivit tillräckligt stor såldes lånen till ett bolag på Jersey. Bolaget strukturerades av en schweizisk investmentbank och förvärvade lån från flera olika säljare. Bolagets köp finansierades genom emissioner på den amerikanska marknaden. Transaktionerna utgör ett exempel på ett affärssystem som redan från början är uppbyggt med syfte att värdepapperisera krediterna. Systemet granskades in i minsta detalj för att kraven som ställs på en värdepapperisering skall vara uppfyllda från början. Värdepapperisering av krediter kan annars innebära att omfattande genomgång krävs för att värdepapperisering skall vara möjlig, genom att i förväg planera för värdepapperisering kan kostnader för detta undvikas.<sup>58</sup>

Stockholms stads fastighetsbolag har använt sig av värdepapperisering för finansiering för tre kommunala bostadsbolag. St. Erik Securities (No.1) PLC lanserades 1995. Specialföretaget, upprättat på Irland, beviljade de tre bostadsbolagen lån. Som säkerhet för lånen fanns pantbrev i ett antal av bolagens fastigheter. Specialföretaget finansierade lånen genom att emittera obligationer. En liknande affär genomfördes också under namnet St. Göran. De båda transaktionerna utgör exempel på ”direkt” värdepapperisering. Specialföretagen beviljade lånen med säkerhet i fastigheterna och finansierade lånen genom att emittera obligationer till skillnad från

---

<sup>56</sup> Ds. 1998:71 s. 31 f.

<sup>57</sup> Ibid. s. 32 ff.

<sup>58</sup> Månsson F. & Andersson P-U. (red.), *Värdepapperisering – Securitisation* s. 27 f.

ovanstående exemplen då värdepapperisering i stället skedde av redan meddelade krediter.<sup>59</sup>

SJ har använt sig av värdepapperisering. SJ har regelbundet sålt sina kundfordringar till ett specialbolag på Jersey för att få ner storleken på sin balansräkning och därigenom höja soliditeten i koncernen. Kundfordringsstocken är lämpad för värdepapperisering eftersom den är jämn över året och har låga kreditförluster.<sup>60</sup>

SBAB har genomfört flera värdepapperiseringar. Den första transaktionen, Morfun No. 1 plc., genomfördes den 1 mars 2000. Ett specialföretag registrerat i England och Wales emitterade obligationer för att finansiera köp av krediter som SBAB beviljat. Emissionerna riktades i första hand till svenska investerare. Den 7 november 2000 genomfördes SBAB:s andra värdepapperisering, SRM Investment No. 1 Limited. Transaktionen genomfördes via ett specialföretag på Jersey som förvärvade en kreditportfölj med ungefär 28 000 privatmarknadslån samt tillhörande pantförskrivna pantbrev uppgående till ett belopp om 8 487 000 000 kr. Den 9 november genomförde SBAB ytterligare en transaktion, SRM Investment No. 2 Limited. Transaktionen innehöll, liksom den första transaktionen under SRM-programmet, privatmarknadskrediter men till skillnad från de tidigare transaktionerna innehöll kreditportföljen förutom villakrediter även bostadsrättskrediter. Transaktionen var den första transaktionen av bostadsrättskrediter och riktades till internationella investerare med tyngdpunkten i Europa och USA. SBAB:s fjärde värdepapperisering, SRM Investment No. 3 Ltd, lanserades den 25 juni 2003. Transaktionen innehöll denna gång krediter inom företagsmarknadssegmentet bestående av lån till bostadsrättsföreningar. I transaktionen förvärvade ett specialföretag på Jersey, SRM Investment No. 3 Ltd, en kreditportfölj bestående av ungefär 2 400 företagsmarknadslån med pantbrevssäkerhet till ett värde av 1 miljard euro.<sup>61</sup>

Spintab genomförde under 2001, som första institut i Norden, en syntetisk värdepapperisering. Transaktionen omfattade en kreditportfölj tillhörande det helägda dotterbolaget Jordbrukskredit AB. Transaktionen hade ett värde på ca 15 miljarder SEK.<sup>62</sup>

Utöver dessa har även andra svenska företag använt sig av värdepapperisering. Telia har genomfört värdepapperisering av leasingfordringar och SCA har använt sig av värdepapperisering av kundfordringar i syfte att reducera rörelsefordringarna. Även andra

---

<sup>59</sup> Ds 1998:71, *Bättre förutsättningar för värdepapperisering*, s. 33 samt Månsson m.fl., *Värdepapperisering – Securitisation* s. 28 f.

<sup>60</sup> Ds 1998:71, *Bättre förutsättningar för värdepapperisering*, s. 34

<sup>61</sup> <http://www.sbab.se/sbab/jsp/polopoly.jsp?=157&a=366>, den 11 april 2005

<sup>62</sup> [http://www.foreningsparbanken.se/misc/spintab/bokslutskommunik\\_2001.pdf](http://www.foreningsparbanken.se/misc/spintab/bokslutskommunik_2001.pdf), den 11 april 2005

industriföretag har använt sig av värdepapperisering t.ex. Volvofinans och ABB.<sup>63</sup>

## 2.7.1 Den svenska marknaden för värdepapperisering

Under 2000-talet har värdepapperisering blivit allt vanligare utomlands och marknaden uppnår ständigt nya rekordnivåer. Den svenska marknaden för värdepapperisering både när det gäller värdepapperisering inom landet och värdepapperisering med specialföretag utomlands går däremot i en annan riktning. Det är få företag som använder sig av värdepapperisering för sin finansiering jämfört med hur vanligt det är utomlands. Marknaden har varit trög i Sverige när det gäller värdepapperisering. År 2001 infördes lagändringar i syfte att underlätta för svenska företag att genomföra värdepapperisering genom ett svenskt specialföretag och på så vis öka antalet värdepapperiseringar. Detta har dock inte skett.<sup>64</sup>

Värdepapperisering av fastigheter är en av de former av värdepapperisering som är vanligast i utlandet. Den vanligaste kreditformen i Sverige är hypotekslån med säkerhet i fast egendom eller bostadsrätter. Marknaden har traditionellt sett anses vara stabil men krisen under 1990-talet gav ett kraftigt prisfall på fastigheter, i synnerhet kommersiella fastigheter, vilket skakade om systemet. Under perioden väckte intresset för värdepapperisering, men sedan dess har få värdepapperiseringar genomförts i Sverige. En anledning till att värdepapperisering inte används i så stor utsträckning i Sverige kan bero på att det finns en väl fungerande marknad för bostadsobligationer. Under lång tid var också nyutlåningen mycket låg vilket innebär att det fanns en mycket liten volym krediter tillgängliga för värdepapperisering. Förhållandena är numera de motsatta och det är inte omöjligt att intresset för värdepapperisering ökar i takt med mer pressade marginaler på utlåningssidan.<sup>65</sup>

När det gäller fastighetskrediter dominerar de s.k. bostadsinstituten såsom Stadshypotek, Spintab och SBAB, den svenska marknaden. I stort sett sker all utlåning från bostadsinstituten mot säkerhet i form av panträtt i fast egendom eller bostadsrätt. Marknaden domineras av några få bostadsinstitut, varav flertalet ägs av banker, men banker ger också fastighetslån direkt. Bostadsinstituten står mycket nära bankerna och det är ofta banken som förmedlar lånet. Det finns även kreditgivare som har specialiserat sig på företag, t.ex. Landshypotek och Föreningssparbankens Jordbrukskredit. Nybyggnation sker oftast med löpande krediter som belastas efterhand då byggnationen framskrider, s.k. byggnadskreditiv. Byggnadskreditiven lyfts av när huset är färdigbyggt och placeras sedan hos

---

<sup>63</sup> [www.telia.se](http://www.telia.se) den 14 maj 2005, [www.volvofinans.se](http://www.volvofinans.se) den 14 maj 2005, [www.sca.se](http://www.sca.se) den 14 maj 2005, [www.ABB.se](http://www.ABB.se) den 14 maj 2005, [www.di.se](http://www.di.se), den 14 maj 2005

<sup>64</sup> Samtal med intervjupersoner se Bilaga A

<sup>65</sup> Jensen U., *Panträtt i fast egendom 7:e uppl.*, s. 36 samt Samtal med intervjupersoner se Bilaga A

ett bostadsinstitut medan bankerna står för den kortfristiga kreditgivningen.<sup>66</sup>

Bostadsinstituten finansierar sitt utlåningskapital genom att ge ut obligationer på kreditmarknaden. Obligationerna löper på viss tid och oftast med fast ränta men rörlig ränta har blivit vanligare. Staten, och särskilt de allmänna pensionsfonderna, investerar i en stor del av de obligationer som ges ut men också försäkringsbolagen är stora investerare. Obligationerna är skuldebrev utan någon säkerhet för innehavaren. Bostadsinstitutets tillgångar, vilket till större delen utgörs av lämnade krediter till fastighetsägare som dessutom är säkrade genom pant i fastigheterna, är det enda skyddet som finns för investerarna. Ut- och inlåning matchas och bostadsinstitutets eget kapital utgör en buffert. Storleken på räntan varierar med tiden och för det enskilda institutet spelar ratinginstitutet en stor roll. Finansieringsformen påminner till mycket om specialföretagets verksamhet i en värdepapperisering. Skillnaden mot den mer renodlade värdepapperiseringen via ett specialföretag är framför allt att banken genom sitt ägande av bostadsinstitutet har en tydlig exponering av risken i bostadsinstitutets låneportfölj. Bostadsinstitutets låneportfölj är inte, till skillnad från vid värdepapperisering, sluten eller anpassad för en viss rating. Bostadsinstitutet måste också ha kapitaltäckning, värdepapperisering gynnas därför eftersom det inte krävs för specialföretaget. Bostadsinstitutet och banken utgör en del av samma koncern vilket innebär att banken inte har frigjort sig från institutets risktagande. Vid värdepapperisering är specialföretaget fristående från den ursprungliga kreditgivare.<sup>67</sup>

De svenska bostadsinstituten har med undantag av SBAB och Spintab inte genomfört värdepapperiseringar på senare år. BoKredit har upphört med sin verksamhet och de värdepapperiseringar som genomfördes av Stockholms Stad är slutförda. Intresset för finansieringsformen i framtiden verkar inte öka, detta gäller även för värdepapperisering med specialföretag utomlands. Däremot har bostadsinstituten visat ett stort intresse för finansiering genom säkerställda obligationer men ännu har inte någon sådan transaktion genomförts.<sup>68</sup> I praktiken är säkerställda obligationer en mellanform mellan värdepapperisering och traditionella bostadsobligationer. Skillnaden från institutets synvinkel består i att emissionen inte kan ske utanför den egna balansräkningen. Investerarna får mycket högre säkerhet jämfört med vanliga bostadsobligationer eftersom de får särskild förmånsrätt i en örnmärkt pool av tillgångar.<sup>69</sup>

Den finansiella marknadsstrukturen är viktig när det gäller förekomsten av värdepapperisering. I USA och i vissa andra länder av Europa är

---

<sup>66</sup> Jensen U., *Panträtt i fast egendom 7:e uppl.*, s. 37

<sup>67</sup> Blåvarg M. & Lilja P., *Värdepapperisering en framtida finansieringsform*, s.34 samt Jensen U., *Panträtt i fast egendom 7:e uppl.*, s. 36 ff., Ds 1998:71, *Bättre förutsättningar för värdepapperisering*, s. 31 ff.

<sup>68</sup> Samtal med intervjupersoner, se Bilaga A

<sup>69</sup> Deacon J., *Global Securitisation and CDOs*, s. 459, Prop. 2002/03:107, *Säkerställda obligationer*, s. 1 f. samt s. 20 f

värdepapperisering en naturlig och väl accepterad finansieringsform. Intresset för värdepapperisering har varit mindre i länder som har en fungerande marknad för bostadsobligationer.<sup>70</sup>

Värdepapperisering av kundfordringar, konsumentfordringar och kreditkortsfordringar är en stor marknad i USA och Storbritannien. I Sverige har några värdepapperiseringar av kund- och konsumentfordringar skett, SJ och Telia. När det gäller kreditkortsfordringar ser marknaden annorlunda ut i Sverige, eftersom man i Sverige av tradition inte använder kreditkort som ett sätt för att låna pengar. Skulderna på kreditkorten betalas av regelbundet; några större stockar av kreditkortsfordringar bildas inte, det finns därför ingen marknad för den formen av värdepapperisering i Sverige.<sup>71</sup>

---

<sup>70</sup> Ds 1998:71, *Bättre förutsättningar för värdepapperisering*, s. 35

<sup>71</sup> Samtal med intervjupersoner, se Bilaga A

## 3 Lagstiftning om värdepapperisering

Syftet med denna del av uppsatsen är att undersöka vilka förutsättningar som finns när det gäller upprättandet av ett svenskt specialföretag. Avsnittet inleds med en redogörelse för den lagstiftning som infördes med syfte att underlätta för svenska företag att genomföra värdepapperiseringar. Därefter redogörs för de bakomliggande motiven till lagändringen, frågan om specialföretaget omfattas av lagen om finansieringsverksamhet och krav på kapitaltäckning. Innebörden av undantaget och vilka effekter det har haft behandlas i följande stycke. Avsnittet avslutas med en översikt över de EU-rättsliga regler som berör värdepapperisering.

### 3.1 Svensk lagstiftning kring värdepapperisering

Termen värdepapperisering kan beteckna olika förfaranden där tillgångar omvandlas till värdepapper. Förfarandet har aldrig varit olagligt i Sverige men den typen av värdepapperisering som innebär att ett specialföretag förvärvar fordringar som omvandlas till värdepapper var ofördelaktig eftersom specialföretaget omfattades av krav på kapitaltäckning. Kravet på kapitaltäckning ansågs utgöra det främsta skälet till att värdepapperiseringar inte hade genomförts via svenska specialföretag. Finansdepartementet gav 1994 justitierådet Torkel Gregow i uppdrag att utreda om förutsättningarna för att genomföra värdepapperisering borde ändras. Utredningen resulterade i en promemoria ”*PM angående de rättsliga förutsättningarna för att genomföra värdepapperisering i Sverige*”. Finansdepartementet utarbetade ytterligare en promemoria, också den 1994, ”*Värdepapperisering i Sverige*”. De båda promemoriorna remissbehandlades. 1998 framställdes ytterligare en promemoria, ”*Bättre förutsättningar för värdepapperisering*”, Ds 1998:71. Förslaget i promemorian innebär att verksamhet som består i att vid något eller några tillfällen förvärva fordringar eller fordringsstockar undantas från lagen (1992:1610) om finansieringsverksamhet med den begränsning att upplåning inte får ske från allmänheten.<sup>72</sup>

Under 1998 färdigställdes Banklagskommitténs betänkande *Reglering och tillsyn av banker och kreditmarknadsföretag* (SOU 1998:160). De delar av betänkandet som behandlar värdepapperisering remitterades i samband med att promemorian remissbehandlades. Banklagskommittén gjorde bedömningen att verksamheten i specialföretaget inte kräver tillstånd under förutsättning att det inte gör någon kreditbedömningen eller förnyar krediter eftersom sådan verksamhet anses vara finansieringsverksamhet.

---

<sup>72</sup> Prop. 2000/01:19 s. 3



Skyddsvärdet för verksamheten är istället beroende av i vilken utsträckning originatorn skulle komma att få problem vid specialföretagets konkurs. Banklagskommittén gjorde i sin bedömning en distinktion mellan finansiella och icke-finansiella företag. Kommittén fann att tillstånd inte krävs i de fall då originatorn är ett finansiellt företag eftersom ett finansiellt företag kan sälja tillgångar till ett annat specialföretag eller låna direkt på värdepappersmarknaden om specialföretaget skulle gå i konkurs.<sup>73</sup>

I november 2000 överlämnade regeringen en proposition ”Bättre förutsättningar för värdepapperisering”, prop. 2000/01:19. I propositionen föreslogs en ändring i lagen om finansieringsverksamhet. Innebörden av lagförslaget var att verksamhet som består i att vid enstaka tillfällen förvärva fordringar eller fordringsstockar undantas från lagen om finansieringsverksamhet om den bedrivs av aktiebolag eller ekonomiska föreningar. Med anledning av propositionen väcktes en motion (2000/01:Fi10 av Gunnar Hökmark m.fl. (m)) med syfte att göra det föreslagna undantaget bredare. I motionen, som avslogs, föreslogs att formuleringen ”*vid enstaka tillfällen*” skulle ersättas av ”*i begränsad omfattning*”. Detta för att inte omöjliggöra regelbundna men i sin omfattning begränsade överföringar av fordringar. Utöver införandet av undantag för specialföretag innehåller propositionen också ett förslag till ändring av 22 § SkbrL.. Paragrafen behandlar sakrättsligt skydd vid förvärv löpande skuldebrev. Om bank eller värdepappersinstitut säljer löpande skuldebrev är försäljningen gällande mot bankens eller värdepappersinstitutets borgenärer, trots att skuldebrevet kvarlämnats för förvaring hos banken eller institutet. Lagändringarna innebär att även kreditmarknadsföretag omfattas av bestämmelsen. Den nya lagstiftningen trädde i kraft den 1 juni 2001.<sup>74</sup>

### 3.2 Utövar specialföretaget finansieringsverksamhet?

Innebörden av lagändringen är att ett specialföretag är undantaget från lagen om finansieringsverksamhet under vissa förutsättningar. Så länge som specialföretaget uppfyller kraven enligt lagen krävs således inte tillstånd för verksamheten eller kapitaltäckning. Frågan är vad som gäller för de fall då ett specialföretag inte uppfyller kraven enligt lagen t.ex. genom att förvärva fordringar vid ett flertal tillfällen. Kommer verksamheten då att vara av sådan art att den omfattas av lagen om finansieringsverksamhet? Enligt de motiv till lagändringarna i syfte att underlätta för värdepapperisering i Sverige innebär verksamheten som bedrivs i specialföretaget att det kan komma att anses bedriva sådan verksamhet som utgör tillståndspliktig finansieringsverksamhet men rättsläget är oklart. Vid värdepapperisering av

---

<sup>73</sup> SOU 1998:160, *Reglering och tillsyn av banker och kreditmarknadsföretag*, s. 327

<sup>74</sup> Ds 1998:17, *Bättre förutsättningar för värdepapperisering*, prop. 2000/01:19, *Bättre förutsättningar för värdepapperisering*, bet 2000/01: FiU17, *Bättre förutsättningar för värdepapperisering*

krediter innebär verksamheten i specialföretaget att företaget förvärvar fordringar, vid enstaka tillfällen eller löpande. Enligt lagen om Finansieringsverksamhet definieras finansieringsverksamhet som näringsverksamhet som har till ändamål att lämna kredit, ställa garanti för kredit, förmedla kredit till konsumenter eller medverka till finansiering genom att förvärva fordringar eller upplåta lös egendom till nyttjande 1 kap. 1 § 1p. Lagen om finansieringsverksamhet. Bedömningen har därför gjorts att verksamheten i specialföretaget innebär finansieringsverksamhet. För att verksamheten skall omfattas måste det också vara frågan om näringsverksamhet. Frågan kan därför ställas om förvärv av fordringar i syfte att förvalta dessa innebär att företaget bedriver näringsverksamhet i syfte att medverka till finansiering. Det verkar inte heller finnas några domstolsavgöranden som ger svar på frågan om förvärv av fordringar utgör tillståndspliktig verksamhet.<sup>75</sup>

I motiven till lagändringen framkommer ändå uppfattningen att verksamheten i specialföretaget i allmänhet är underkastat krav på tillstånd enligt lagen om finansieringsverksamhet. Lagändringen medför att verksamhet i den omfattning som lagen medger är undantagen kravet på tillstånd. Verksamhet som innebär ett flertal förvärv torde därför vara tillståndspliktig finansieringsverksamhet.<sup>76</sup>

### **3.3 Innebörden av kravet på kapitaltäckning**

Kapitaltäckning krävs för de företag som omfattas av lagen om finansieringsverksamhet som hänvisar till lagen om kapitaltäckning och stora exponeringar för kreditinstitut och värdepappersbolag. Om ett företag omfattas av lagen bestäms av begreppet finansieringsverksamhet. I USA och i flera andra länder i Europa omfattade inte lagstiftningen om kapitaltäckningskrav verksamheten i specialföretag. Krav på kapitaltäckning innebär att en viss andel av kreditinstituts och värdepappersbolags tillgångar och åtaganden skall motsvaras av en s.k. kapitalbas bestående bl.a. av eget kapital. Kreditinstitut och värdepappersbolag skall ha ett buffertkapital, en kapitalbas som står i relation till de risker som institutet eller bolaget har i sin verksamhet. Kapitalbasen skall utformas för att möta både kredit- och marknadsrisker. Kreditrisker utgörs av risken för att motparten inte fullgör sina åtaganden, dvs. de risker som institutet eller bolaget möter i sin utlåningshandel. Marknadsriskerna utgörs av risken för prisförändringar på aktie-, ränte- och valutamarknaderna, de risker som institutet och bolaget möter i sin handel på finansmarknaderna.<sup>77</sup>

---

<sup>75</sup> Ds 1998:71, *Bättre förutsättningar för värdepapperisering*, s 43 f.

<sup>76</sup> Ds 1998:71, *Bättre förutsättningar för värdepapperisering*, s. 47 samt prop 2000/01:19, *Bättre förutsättningar för värdepapperisering*, s. 20

<sup>77</sup> Ds 1998:71, *Bättre förutsättningar för värdepapperisering*, s. 37

Regelverket om kapitaltäckning är baserat på det arbete som utförs av Baselkommittén för banktillsyn. De nuvarande reglerna är baserade på det s.k. Baselackordet från 1988, d.v.s. Basel I. Basel I är basen för de EU-direktiv som finns angående kapitaltäckning, främst rådets direktiv 93/6/EEG om kapitalkrav för värdepappersföretag och kreditinstitut samt 89/647/EEG om kapitaltäckningsgrad för kreditinstitut. Baselackordet har två mål, att främja säkerhet och sundhet i banksystemet och att skapa likartade konkurrensvillkor för internationellt aktiva banker. Baselackordet ställer upp krav på hur mycket kapital en bank skall ha i förhållande till de risker som finns med verksamheten. Kapitalbasen, tillgångarna i institutet eller bolaget består av två delar som kallas primärt och supplementärt kapital. Det primära kapitalet består av olika slag av eget kapital men också av obeskattade reserver och skall utgöra minst hälften av kapitalbasen. Det supplementära kapitalet innefattar förlagslån som har en ursprunglig löptid på minst fem år, andra poster kan inräknas i kapitalbasen efter medgivande av Finansinspektionen får i enlighet med 2 kap. 6 § sista stycket lagen (1994:2004) om kapitaltäckning och stora exponeringar för kreditinstitut och värdepappersbolag. I de fall som kapitaltäckningskravet inte uppfylls, skall Finansinspektionen förelägga institutet att vidta lämpliga åtgärder för att rätta till förhållandet eller som yttersta konsekvens återkalla verksamhetstillståndet. Kapitalkravet innebär att institutets kapitalbas skall uppgå till 8 % av värdet på institutets tillgångar och åtaganden. Vid bestämmandet av kapitalkravet för kreditrisk skall tillgångarna och åtagandena tas upp till 0 %, 20 %, 50 % eller 100 % beroende av vilken riskvikt tillgången eller åtagandet anses ha.<sup>78</sup>

Baselkommittén för banktillsyn har utvecklat ett nytt kapitaltäckningsregelverk, det s.k. Basel II, i syfte att skapa mer riskkänsliga och moderniserade riktlinjer. Med mer riskkänsliga regler kan små resurser t.ex. riskkapital utnyttjas mer effektivt. En modernisering av reglerna krävdes eftersom modern finansiell teknik har möjliggjort för banker att kringgå regelverket och därigenom skapa svåröverblickbara risker. De nya reglerna förväntas träda i kraft den 1 januari 2007. När det gäller värdepapperisering innebär de nya reglerna ett fullständigt förslag för hur kapitalkrav skall beräknas när banker deltar i värdepapperisering. Enligt förslaget rangordnas de värdepapperiserade instrumenten enligt den ordning de förväntas att drabbas av förluster i den underliggande poolen. Grundprincipen är att den mest riskfyllda positionen kräver 100 % kapitaltäckning. Motsvarande belopp skall dras av från kapitalbasen. Utöver detta används extern rating. I de fall extern rating saknas tillämpas istället en speciell riskviktsfunktion som bygger på uppgifter om den underliggande poolens egenskaper och den aktuella positionens plats i rangordningen. De nya reglerna innehåller också specialreglering för hantering av särskilda fall av värdepapperisering, t.ex. kreditkortsfordringar eller andra löpande

---

<sup>78</sup> Deacon J., *Global Securitisation and CDOs*, s. 119, Finansinspektionens rapport 2002:8 s. 4, Ds 1998:71, *Bättre förutsättningar för värdepapperisering*, s. 37

skuldebrev eller när den underliggande poolen består av kundfordringar från utomstående företag.<sup>79</sup>

### **3.4 Villkor för att ett svenskt specialföretag inte skall komma att omfattas av krav på kapitaltäckning**

Enligt undantaget i lagen om finansieringsverksamhet skall verksamheten drivas av ett aktiebolag eller av en ekonomisk förening och för att vid enstaka tillfällen förvärva fordringar. Vid utförandet av undantaget i lagen om finansieringsverksamhet ansågs det viktigt att undantaget inte skulle utformas så att även fortlöpande förvärv i värdepapperiseringssyfte skulle komma att omfattas av undantaget, eftersom transaktionen har betydande likheter med factoring och finansieringen av avbetalningskontrakt som består i förvärv av fordringar eller kontrakt. I motiven till lagen framhålls risken för att ett undantag för fortlöpande förvärv av fordringar skulle komma att omfatta factoring. Factoring, fakturaköp eller fakturabelåning, kan i princip uppfylla en del av de syften som finns med värdepapperisering eftersom metoden kan användas som ett sätt att omvandla fordringar till likvida medel. Fakturabelåning innebär lån mot säkerhet i fakturafordringar och innebär inte någon större skillnad från vanliga lån mot säkerhet. Vid fakturaköp står köparen för kreditrisken men kan ha kvar rättsliga förpliktelser mot gäldenären. Det finns dock flera skillnader mellan factoring och värdepapperisering. Vid värdepapperisering säljer man en betydande portfölj av homogena fordringsavtal som är noggrant analyserade och strukturerade så att de förväntas inbringa ett jämnt kassaflöde. Factoring har i praktiken utvecklats till ett slags inkassoförfarande för små och medelsstora företag och fordringarna är ofta små och med stora skillnader sinsemellan. Vid värdepapperisering är köparen ett specialbildat företag som finansierar sitt köp genom emission av värdepapper på kapitalmarknaden. Det finns inte preciserat i lagtexten hur många gånger som ett specialföretag kan förvärva fordringar. I propositionen anges att enstaka tillfällen i vart fall innebär att specialföretaget kan förvärva tillgångar vid tre tillfällen under dess verksamhetstid.<sup>80</sup>

Villkoret om att medel för verksamheten inte löpande får anskaffas från allmänhet bygger på EU-rättslig grund. Direktivet 2000/12/EG om rätten att

---

<sup>79</sup> Finansinspektionens rapport 2002:8 s. 4 samt 14 f., Finansinspektionens rapport Jan 2004 s.1, Basel Committee for Banking Supervision, New Capital Accord, part 2, the first pillar- Minimum Capital Requirements, IV Credit Risk – Securitisation Framework s. 113 – 136, 538§ - 643§, [www.bis.org](http://www.bis.org), den 10 april 2005

<sup>80</sup> Ds 1999:71, *Bättre förutsättningar för värdepapperisering*, s. 63, Prop. 2000/01:19, *Bättre förutsättningar för värdepapperisering*, s. 22, Månsson F. & Andersson P-U., *Värdepapperisering – Securitisation*, s. 69

starta och driva verksamhet i kreditinstitut innehåller förbud för företag som inte är kreditinstitut att driva rörelse som omfattar att från allmänheten ta emot insättningar eller andra återbetalbara medel (artikel 3). Undantaget i lagen om finansieringsverksamhet är formulerat med syfte att undgå att specialföretaget riskerar att bli ett kreditinstitut enligt EU-rätten och att verksamheten inte skall strida mot förbudet i artikel 3. Undantaget innehåller därför föreskriften att medel inte löpande får anskaffas från allmänheten.<sup>81</sup>

### 3.5 Har lagändringen uppnått avsedd effekt?

Syftet med lagändringen var att öka antalet värdepapperiseringar av svenska företag genom att införa bättre förutsättningar för svenska specialföretag. Sedan dess har inte antalet värdepapperiseringar ökat. Det verkar dessutom som att det inte heller har skett någon värdepapperisering via ett svenskt specialföretag. I de samtal som jag har haft under arbetet med den här uppsatsen har flera anledningar till varför värdepapperiseringar inte sker i större utsträckning framkommit.<sup>82</sup>

I USA och i Storbritannien är det vanligt att använda sig av värdepapperisering för finansiering av fastigheter; detta sker inte alls i samma utsträckning i Sverige. En av anledningarna till detta kan vara att svenska företag inte är särskilt intresserade av värdepapperisering. Värdepapperisering ses med misstro, lagändringen kan dock tänkas ha bidragit till att göra värdepapperisering ”rumsren”.<sup>83</sup>

Introducerandet av säkerställda obligationer innebär en möjlighet för företagen att diversifiera sina finansieringskällor. Intresset för säkerställda obligationer är större än intresset för värdepapperisering via specialföretag. Den svenska marknaden är inte så stor att det finns behov av båda metoderna. Säkerställda obligationer utgör ett alternativ, inte ett komplement till värdepapperisering.<sup>84</sup>

Undantaget i lagen om finansieringsverksamhet är för snävt utformat. Eftersom endast enstaka förvärv tillåts kan inte fordringar med kort löptid förvärfas eftersom administrationen i specialföretaget förutsätter att nya fordringsstockar förvärfas löpande för att matcha specialföretagets in- och utbetalningar. Det är i huvudsak endast bostadsfordringar som har så lång

---

<sup>81</sup> Prop. 2000/01:19, *Bättre förutsättningar för värdepapperisering*, s. Ds 1998:71, *Bättre förutsättningar för värdepapperisering*, s. 65 samt Europaparlamentets och rådets direktiv 200/12/EG av den 20 mars 2000

<sup>82</sup> Samtal med Intervjupersoner, se bilaga A

<sup>83</sup> Samtal med Intervjupersoner, se bilaga A

<sup>84</sup> Samtal med Intervjupersoner, se bilaga A

löptid att specialföretaget kan driva verksamhet med endast enstaka fordringsförvärv.<sup>85</sup>

Skatteskal kan också vara en anledning till att företagen inte väljer att genomföra värdepapperisering i Sverige eftersom specialföretaget kommer att beskattas som ett vanligt aktiebolag.<sup>86</sup>

I intervjuerna framkommer det att det finns ett intresse att kunna genomföra värdepapperisering i Sverige, eftersom det skulle förbilliga värdepapperisering eftersom man endast behöver anpassa sig till svenska regler och anlita svenska jurister.<sup>87</sup>

### 3.6 EU och värdepapperisering

EU har inte något övergripande regelverk som täcker alla aspekter av värdepapperisering men det finns flera direktiv som behandlar finansiella tjänster som har inverkan på regleringen kring värdepapperisering. Dessutom har de EU-rättsliga reglerna som finns inom konsumentskydd och personuppgiftsskydd betydelse vid värdepapperisering.<sup>88</sup>

När det gäller upprättande av specialföretag, överföring av tillgångar till specialföretaget eller hur det sakrättsliga skyddet för tillgångarna skall upprättas finns det inte någon gemensam reglering eller praxis i de europeiska länderna. Flera av länderna har infört lagstiftning för specialföretagen. I Frankrike och i Spanien sker värdepapperisering genom upprättandet av en fond, i Italien via bolag. I andra länder är det möjligt att genomföra värdepapperisering antingen i bolag eller via en fond.<sup>89</sup> Den franska marknaden för värdepapperisering är en av de största i Europa. Det franska specialföretaget, *Fonds Commun de Créances*, är inte en juridisk person utan en form av kooperativt ägande. Administrationen sköts av originatorn ett kreditinstitut eller en myndighet, *Caisse des Depots et Consignations*. Bildandet av specialföretaget sker genom att tillgångarna förs över till företaget och upprättandet av ett särskilt företag, *société de gestion*, som har till uppgift att föra specialföretagets talan och representera investerarna.<sup>90</sup> I Spanien finns det två olika slags specialföretag; ett som kan vara ägare av hypoteksfordringar, *fondos de titulizacion hipotecari*, och ett som kan vara ägare till en vidare krets av tillgångar, *fondos de titulacion de activos*. Inte heller det spanska specialföretaget är en juridisk person och måste därför företrädas av ett företag, *sociedad gestora*, som skall vara

---

<sup>85</sup> Samtal med Intervjupersoner, se bilaga A

<sup>86</sup> Samtal med Intervjupersoner, se bilaga A

<sup>87</sup> Samtal med Intervjupersoner, se bilaga A

<sup>88</sup> Deacon J., *Global Securitisation and CDOs*, s. 197 ff.

<sup>89</sup> Deacon J., *Global Securitisation and CDOs*, s. 198 f.

<sup>90</sup> Deacon J., *Global Securitisation and CDOs*, s. 273 ff.,

licensierat av den spanska myndigheten som utövar tillsyn över värdepapper, *Comision Nacional del Mercado de Valores*.<sup>91</sup>

Flera länder har också infört lagstiftning om säkerställda obligationer, dels genom att införa helt ny lagstiftning och dels genom att uppdatera existerande lagar. I England har säkerställda obligationer givits ut utan införande av någon särskild lagstiftning.<sup>92</sup>

Inte heller när det gäller insolvensförfaranden finns det någon harmoniserad lagstiftning. Förordningen 1346/2000, ändrad den 12 april 2005 nr 603/2005 om insolvensförfaranden innehåller regler om i vilket land ett insolvensförfarande skall inledas i och hur förfarandet skall ske i avseende på egendom som finns utanför landet där insolvensförfarandet inleddes. Insolvensförfarandet skall inledas i det land där gäldenären har sina huvudsakliga intressen. Utöver detta förfarande kan ytterligare förfaranden, sekundära förfaranden, inledas i de jurisdiktioner där gäldenären har egendom. Förordningen reglerar insolvensförfaranden inom EU. Vissa verksamheter är undantagna från förordningens tillämpningsområde, försäkringar, kreditinstitut och verksamheter som ägnar sig åt placering av kapital.<sup>93</sup>

Det finns ett flertal direktiv som berör emission och försäljning av värdepapper inom EU. Förordningen nr 809/2004 om genomförandet av direktiv 2003/71/EG behandlar de prospekt som skall offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel. Kraven på hur prospektet skall utformas varierar beroende på vilken sorts värdepapper det är fråga om och vilken kategori av företag som utger värdepappret, storlek och typ av aktiviteter. Syftet med förordningen är harmonisering av prospekt. Prospektet skall godkännas av behörig myndighet i hemlandet. Det görs skillnad på emissioner som riktas till allmänheten och till kvalificerade investerare såsom kreditinstitut, pensionsfonder och andra finansinstitut.<sup>94</sup>

Direktivet 2003/6 EG om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmisbruk) omfattar finansiella instrument. Lagstiftning mot insiderhandel och mot otillbörlig marknadspåverkan syftar till att garantera finansmarknadernas integritet i gemenskapen och höja investerarnas förtroende för dem. Direktivet är bindande för medlemsstaterna, som åläggs att förhindra alla former av insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan.<sup>95</sup>

Direktiv 2003/48 om beskattning av inkomster från sparande i form av räntebetalningar har som syfte att göra det möjligt att faktiskt beskatta

---

<sup>91</sup> Deacon J., *Global Securitisation and CDOs*, 369 ff

<sup>92</sup> Deacon J., *Global Securitisation and CDOs*, s. 198 f.

<sup>93</sup> Deacon J., *Global Securitisation and CDOs*, s. 198 f. samt <http://www.europa.eu.int>

<sup>94</sup> Kommissionens förordning (EG) nr 809/2004 av den 29 april 2004

<sup>95</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6 EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan

inkomster från sparande i form av räntebetalningar i en medlemsstat till faktiska betalningsmottagare som är fysiska personer med hemvist i en annan medlemsstat, i enlighet med lagstiftningen i den sistnämnda staten. Detta sker genom utbyte av information mellan medlemsstaterna. Österrike, Belgien och Luxemburg kan med hänsyn till strukturella skillnader inte tillämpa det automatiska utbytet av information vid samma tidpunkt som de övriga medlemsstaterna. Under en övergångsperiod och under förutsättning att en källskatt kan garantera en miniminivå av faktisk beskattning, särskilt med en skattesats som ökar progressivt upp till 35 %, kommer dessa tre medlemsstater tillämpa en källskatt på de inkomster av sparande som omfattas av direktivet.<sup>96</sup>

De redovisningsrättsliga aspekterna av värdepapperisering regleras i förordningen 1606/2002 om tillämpningen av internationella redovisningsstandarder. Förordningen innebär att de noterade företagen inom EU skall tillämpa internationella redovisningsstandarder, *International Accounting Standards (IAS)*, när de utarbetar sin koncernredovisning. Det finns i huvudsak två frågor av redovisningsrättslig karaktär som är viktiga i samband med värdepapperisering; dels frågan om specialföretaget skall konsolideras med originatorn och dels frågan om under vilka omständigheter originatorn skall redovisa en värdepapperiserad tillgång. När det gäller frågan om specialföretaget skall konsolideras med originatorn tillämpas IAS 27. IAS 27 att de enheter som är under ett företags kontroll skall konsolideras med företaget. Kontroll kan anses föreligga även i de fall då företaget äger få eller inga aktier i enheten. IAS 39 behandlar frågan om tillgången skall tas upp på originatorns balansräkning. Det som är avgörande är om originatorn fortfarande har kontroll över tillgången. Endast i de fall som originatorn inte har kontroll över tillgången skall tillgången inte längre tas upp på originatorns balansräkning.<sup>97</sup>

År 2002 publicerade Eurostat riktlinjer för värdepapperisering genomförda av medlemsländer. Enligt riktlinjerna räknas transaktioner som garanteras av en stat såsom om statliga lån i fall då den initiala betalningen från specialföretaget till staten är mer än 15 % mindre än marknadspriset på den överförda tillgången.<sup>98</sup>

De EU-rättsliga reglerna om kapitalkrav bygger på de regler som utarbetas av Baselkommittén för banktillsyn. Kommissionen har utarbetat ett flertal dokument som bygger på det nya regelverket för kapitalkrav. Enligt de regler som föreslås innebär de nya reglerna höga krav på att tillgångarna avskiljs från originatorn vid värdepapperisering. Kraven innebär att kreditrisken skall ha gått över till den köpande parten. Avtal om återköp av tillgångarna tillåts inte eftersom det innebär att originatorn behåller indirekt

---

<sup>96</sup> Rådets direktiv 2003/48 EG av den 3 juni 2003 om beskattning av inkomster från sparande i form av räntebetalningar

<sup>97</sup> Europaparlamentets och rådets förordning 1606/2002 av den 19 juli 2002 om tillämpning av internationella redovisningsstandarder samt Deacon J., *Global Securitisation and CDOs*, s 200f.

<sup>98</sup> Deacon J., *Global Securitisation and CDOs*, s. 201



kontroll över tillgångarna. Originatorn får inte ha några åtaganden som grundar sig på emissionen av värdepapper. Tillgångarna skall vara tryggade från originatorns borgenärer.<sup>99</sup>

---

<sup>99</sup> Deacon J., *Global Securitisation and CDOs*, s. 202

## 4 Specialföretaget i en värdepapperisering

Det här avsnittet behandlar hur ett specialföretag skall struktureras. Strukturen för värdepapperisering är beroende av lagstiftningen i det land den genomförs. Avsikten med det här avsnittet är att utreda hur struktureringen av specialföretaget utformas enligt svenska regler. Avsnittet inleds med en allmän redogörelse för värdepapperisering med ett specialföretag. Därefter följer ett avsnitt som behandlar hur ägandet av specialföretaget kan struktureras.

### 4.1 Allmänt om värdepapperisering med ett specialföretag

Värdepapperisering kan beteckna flera olika förfaranden där tillgångar omvandlas till värdepapper. Det finns flera olika former av värdepapperisering och strukturer som utgör ett mellanting mellan värdepapperisering och företagsobligationer. Värdepapperiseringen i den form som innebär överlåtelse av tillgångar till ett specialföretag innebär emellertid två stora fördelar för företaget som genomför värdepapperiseringen; möjligheten att uppnå finansiering utanför balansräkningen och att tillgångarna genom överföringen till ett annat företag öronmärks för investerarna i de värdepapper som specialföretaget emitterar.<sup>100</sup>

När det gäller specialföretaget är det i många fall önskvärt att det lokaliseras det till ett land med förmånlig skattelagstiftning för att största möjliga vinst skall uppnås med transaktionen. Det är vanligt att förlägga specialföretaget i länder med låg skatt såsom, Irland, Luxemburg och Nederländerna där man kan åtnjuta fördelen av att det finns skatteavtal. Det är också vanligt att förlägga specialföretaget i s.k. skatteparadis såsom Jersey och Cayman Islands. Förutom skatteeffekterna har också lagstiftningen stor betydelse för beslut om lokalisering av specialföretaget. Lagstiftningen om hur överföringen av tillgångar skall ske och hur man uppnår sakrättsligt skydd är av mycket stor betydelse. Det är inte ovanligt att det finns begränsningar för i vilken mån transferiering av vissa typer av tillgångar får ske utanför originatorns jurisdiktion, i synnerhet är detta vanligt när det gäller hypotekslån med säkerhet i fast egendom. Ibland erbjuder ett lands lagstiftning fördelar för de fall då värdepapperisering sker via ett inhemskt specialföretag.<sup>101</sup>

---

<sup>100</sup> Bonsall D., *Securitisation*, s. 21

<sup>101</sup> Deacon J., *Global Securitisation and CDOs*, s. 44 ff.

## 4.2 Ägande av specialföretaget

För att värdepapperisering utanför balansräkningen skall kunna uppnås krävs det att ägandet av specialföretaget utformas på ett sådant sätt att specialföretaget inte riskerar att konsolideras med originatorn. Tendenser i internationell redovisningspraxis innebär att allt fler enheter konsolideras på grund av att det finns ett dominerande inflytande. Konsolideringskravet har bidragit till att värdepapperisering ofta struktureras så att specialföretaget ägs av en trust.<sup>102</sup>

Enligt de svenska reglerna skall ett företag räknas som dotterbolag så fort ägarbolaget har legal kontroll över bolaget, d.v.s. äger mer än 50 % av aktierna. Ett dotterbolag konsolideras alltid. Intresseföretag är företag i vilka ägarbolaget äger minst 20 %. Det skall vara fråga om aktier som utgör ett led i en varaktig affärsmässig förbindelse, inte enbart placeringar. Redovisningen av andelar i intresseföretag skall enligt internationell redovisningspraxis redovisas enligt en s.k. kapitalandelsmetod, *equity method*. Metoden innebär att det bokförda värdet av aktierna höjs och sänks med ägarföretagets andel av resultatet i företaget. Värdet reduceras sedan med mottagen utdelning. Resultatet av metoden blir att den andel av företagets vinst som löper på ägarföretaget kommer att finnas med i ägarföretagets redovisning, partiell konsolidering. Vid joint ventures där företag tillsammans äger en annan enhet tillämpas klyvningsmetoden, ägarföretagen redovisar för sin andel.<sup>103</sup>

Ett svenskt specialföretag skall enligt den svenska lagstiftningen vara en ekonomisk förening eller ett aktiebolag. Ägandet för dessa företag måste således lösas på ett sådant sätt att de inte konsolideras med originatorn. I motiven till lagändringen finns det inte något uttryckligt svar på hur ägandet av specialföretaget skall struktureras men det föreslås att specialföretaget, i form av ett aktiebolag, kan ägas av en stiftelse, vilket i så fall skulle innebära en liknande struktur som i England och USA.<sup>104</sup>

En stiftelse upprättas genom att egendom enligt förordnande av en eller flera stiftare avskiljs för att varaktigt förvaltas som en självständig förmögenhet för ett bestämt ändamål, 1 kap. 2 § 1 st. stiftelselagen. Utav dessa rekvisit torde varaktighetskravet vara det som kan vara problematiskt att uppfylla vid en värdepapperiseringstransaktion. Specialföretaget upprättas endast för den tid som transaktionen varar. Längden på en värdepapperisering är beroende av fordringarnas löptid samt antalet tillfällen som specialföretaget förvärvar fordringar. Det är oklart hur lång varaktighet som krävs för att en stiftelse skall föreligga. Enligt motiven till stiftelselagen föreligger inte en stiftelse om stiftelsens livslängd endast kan beräknas till två till tre år men i

---

<sup>102</sup> Månsson F. & Andersson P-U. (red.), *Värdepapperisering – Securitisation*, s. 110

<sup>103</sup> Thorell P., *Företagens redovisning*, s. 150 ff.

<sup>104</sup> Ds 1998:71, *Bättre förutsättningar för värdepapperisering*, Prop. 2000/01:19, *Bättre förutsättningar för värdepapperisering*, Bet. 2000/01:Fiu

de fall då ändamålet med stiftelsen förutses bli uppfyllt om tio år utgör förordnandet en stiftelsebildning.<sup>105</sup>

Det framgår inte av motiven hur en värdepapperisering med en ekonomisk förening som specialföretag skall struktureras. En ekonomisk förening kännetecknas av att den bedriver verksamhet som har till syfte att främja medlemmarnas ekonomiska intressen. För att en ekonomisk förening skall kunna registreras måste den vara kooperativ, t.ex. genom att medlemmarna deltar i föreningens verksamhet som konsumenter eller andra förbrukare, leverantörer, med egen arbetsinsats eller genom att begagna föreningens tjänster eller deltaga på annat liknande sätt, Lag (1987:667) om ekonomiska föreningar (FL) 1 kap 1 §. Bestämmelsen syftar till att hindra bildandet av föreningar med syfte att endast deltaga för att satsa pengar s.k. kapitalföreningar. I de fall då syftet endast är att satsa pengar bör man istället ägna sig åt verksamheten i ett aktiebolag. Ett undantag från kravet på att medlemmarna skall delta i föreningens verksamhet finns för de fall då föreningen verkar för att medlemmarna skall delta i andra föreningar eller ett helägt dotterbolag. En ekonomisk förening måste registreras 1 kap. 2§ FL, vilket är förutsättningen för att den skall erhålla rättskapacitet. Föreningen skall ha minst tre medlemmar samt styrelse och revision. Den som går in som medlem betalar en insats till föreningen som kan sägas motsvara aktiekapitalet i ett aktiebolag. Utöver detta finns det även möjlighet att erlagga s.k. förlagsinsatser. En förlagsinsats intar en mellanställning mellan medlemskapital och det lånade kapitalet men hänförs till det egna kapitalet. Förlagsinsatser kan tecknas av både medlemmar och icke-medlemmar och medför svagare rättigheter än medlemmarna har. Förlagsinsatser medför rätt att klandra föreningstämmobeslut och en viss rätt att utse revisor men inte rösträtt.<sup>106</sup>

### 4.3 Specialföretagets verksamhet

Den huvudsakliga verksamheten i specialföretaget består i att äga fordringarna. Specialföretaget köper fordringarna från originatorn och finansierar köpet genom att emittera värdepapper. Specialföretaget är lågt kapitaliserat och saknar i praktiken medel för administration och täckande av underskott. För att värdepapperiseringen skall fungera är det nödvändigt att intäkterna och utgifterna i specialföretaget matchas så att amorteringar och ränta betalas in till specialföretaget vid samma tillfälle som betalningar görs på obligationerna. Det finns ofta ett begränsat utrymme att betala tillbaka på obligationerna i samband med att inbetalningar sker. Den del som inte går ut som ränta på fordringarna brukar därmed användas för att förvärva nya fordringar som sedan kan säkra en jämn ström av intäkter till specialföretaget. Efterhand som inbetalningarna flyter in är det även möjligt

---

<sup>105</sup> Prop. 1993/94:9, *Om stiftelser*, s 106, 122

<sup>106</sup> Nial H., *Svensk associationsrätt i huvuddrag*, s. 154 Hemström C., *Organisationernas rättsliga ställning*, s. 9 ff. samt 78 ff.

att bygga upp en viss egen fondering i specialföretaget för att kunna möta kredit- och likviditetsrisker. När transaktionen är färdig likvideras specialföretaget. Det är vid likvidationstillfället önskvärt att den egna fonderingen inte längre finns kvar. I slutet av transaktionen kan därför administratören försöka att tömma specialföretaget. Detta kan ske efterhand genom att mot slutet höja den avgift som utgår till administratören som ersättning för administrationen.<sup>107</sup>

Vid bildandet av ett specialföretag bör särskild vikt läggas vid att reglera bolagets aktiviteter i bolagsordningen, eftersom det kan ha betydelse vid bedömningen av kreditvärdigheten vid ratingen. För att kontrollera riskerna vid administrationen av specialföretaget bör frågan om huruvida specialföretaget kan ta på sig ytterligare skulder än de som har uppkommit på grund av värdepapperiseringstransaktionen och hur strukturen på skulderna skall också regleras. Det är också viktigt att föreskriva hur specialföretagets pant eller borgen skall regleras. I den mån det är möjligt kan man också försöka reglera vad som kommer att hända vid en eventuell konkurs.<sup>108</sup>

## 4.4 Riskbärare i en värdepapperisering

Vid en värdepapperiseringstransaktion försöker man i största möjliga mån att minska de risker som finns i transaktionen genom olika former av kreditstärkande arrangemang eller överföring av riskerna till en tredje part. Förekomsten av olika former av kreditstärkande åtgärder är av stor betydelse vid ratinginstitutens bedömning. Graden av kreditförstärkande åtgärder som krävs beror på vilken rating som önskas. Ratinginstituten baserar bedömningen på hur strukturen ser ut och de risker som finns med transaktionen och förhållanden på marknaden, men också på formen av tillgångar som kassaflödet hänför sig till och hur dessa skyddas, t.ex. genom försäkring. Det senare är av särskild betydelse då det rör sig om värdepapperisering av fastigheter. Den vanligaste formen av kreditförstärkande åtgärd för originatören är kreditförstärkning genom ett åtagande att svara för de första förlusterna. Originatören fungerar som en garant för specialföretagets skulder upp till ett visst belopp. Kreditförstärkningen fungerar såsom en försäkring från originatören till specialföretaget och kan även struktureras som ett efterställt lån från originatören till specialföretaget. Ett annat alternativ är att låta specialföretaget innehålla en del av köpeskillingen. Storleken på kreditförstärkningen bestäms ofta av överskottet vid försäljningen av tillgången, *excess spread*. Kreditförstärkningen struktureras ofta på ett sådant sätt att originatören inte behöver ha kapitaltäckning, antingen på ett sådant vis att den kan säljas på kapitalmarknaden så att behovet av kapitaltäckning kan upphävas vid behov eller genom att den kvarstår hos specialföretaget och återbetalas vid infriandet av obligationerna. I de fall som kapitaltäckning

---

<sup>107</sup> Nydrén B., *Om kreditrisker och juridiska risker vid s.k. värdepapperisering*, s. 224 ff.

<sup>108</sup> Månsson F. & Andersson P-U. (red.), *Värdepapperisering - Securitisation*, s. 93 ff.

krävs för kreditförstärkningen innebär den hög risk hos originatorn och bör ses som riskkapital med kapitaltäckning på 100 % om originatorn är ett kreditinstitut. Ett annat alternativ är att försöka föra över risken för kreditförstärkningen på en tredje part, vanligen ett försäkringsbolag.<sup>109</sup>

För att ytterligare höja kreditvärdigheten i transaktionen kan man använda sig av olika former av försäkringar och garantier, som tecknas upp till ett visst belopp. Utöver olika försäkringar och garantier kan man använda sig av särskilda riskobligationer s.k. *junior bonds*. Den här typen av obligationer är efterställda och därmed lägre kreditvärderade.<sup>110</sup>

Valutarisker uppstår när kassaflödet i specialföretaget löper i en valuta medan de emitterade obligationerna löper i en annan valuta. Ränterisker uppkommer då specialföretaget har utgifter och intäkter som är relaterade till rörliga räntenivåer. För att försäkra sig mot dessa risker använder man sig av olika former av kreditderivat. En annan form av valutarisk är då kreditförstärkningen är baserad i en annan valuta än den som fordringarna är baserade i. Denna typ av risk kan försäkras eller så kan man använda sig av kreditderivat, s.k. Swapp-avtal.<sup>111</sup>

Grundkonstruktionen i ett swapp-avtal består i att avtalsparterna önskar att byta vissa kassaflöden mot varandra. Konstruktionen varierar beroende på vilka syften parterna har med avtalet. Ränteswappar innefattar utväxlingar av betalningar som beräknas på en viss summa pengar med en bestämd typ av räntebas, som exempelvis rörlig ränta mot fast ränta eller olika typer av rörlig eller fast ränta mot varandra. Valutaswappar fungerar som ränteswappar där parterna avtalar om att utväxla olika valutor mot varandra. Valutaswappar och ränteswappar kan även kombineras så att ränta i viss valuta byts mot ränta i annan valuta.<sup>112</sup>

Det finns även risker som är knutna till administrationen i specialföretaget. Reinvesteringsrisken innebär risken för att specialföretaget inte kan investera det kassaflödet som har inkommit till specialföretaget. En anledning till detta är risken för att specialföretaget får intäkterna för tidigt. För tidig betalning kan orsaka förlust eftersom det kan innebära minskade ränteinkomster. Med reinvesteringsrisken följer också ökade transaktionskostnader vilket innebär att vinsten av transaktionen minskar och i värsta fall äts upp av transaktioner.<sup>113</sup>

---

<sup>109</sup> Deacon J., *Global Securitisation and CDOs*, s. 26 f., Nydrén B., *Om kreditrisker och juridiska risker vid s.k. värdepapperisering*, s. 224 ff.

<sup>110</sup> Deacon J., *Global Securitisation and CDOs*, s. 27 f., Nydrén B., *Om kreditrisker och juridiska risker vid s.k. värdepapperisering*, s. 224 ff.

<sup>111</sup> Deacon J., *Global Securitisation and CDOs*, s. 28 f.

<sup>112</sup> Mörner V. A., *Swappar- några juridiska aspekter*, i, Juridisk tidskrift vid Stockholms Universitet 1996/97 nr 3, s. 650

<sup>113</sup> Deacon J., *Global Securitisation and CDOs*, s. 29 f.

## 4.5 Ratinginstitutens krav på specialföretaget

I de fall då ett svenskt specialföretag skulle komma att ge ut obligationer på marknaden bör dessa betygsättas av ett kreditratinginstitut. Institutet betygsätter kreditvärdigheten på investeringen, vilket är av stor betydelse när specialföretaget vill attrahera investerare. Detta är särskilt viktigt på dagens globala kapitalmarknad. Det är omöjligt för investerare att känna till alla bolag på marknaden och en stor del av investeringsbesluten bygger på ratinginstitutens bedömning av låntagaren. Ratinginstituten baserar en stor del av sin betygsättning på hur skyddet för investerarna ser ut. Detta har praktisk betydelse vid utformningen av specialföretaget och hur riskerna struktureras.<sup>114</sup>

De mest kända ratinginstituten internationellt sett är Standard & Poor's, Moody's Investors Service och Fitch Ratings. Instituterna tillämpar olika metoder<sup>115</sup> för att bedöma kreditvärdigheten hos investerare. Vid värdepapperisering bedöms kreditrisken för de överförda tillgångarna men den risken kan vara olika relevant beroende på vilken sorts transaktion det rör sig om. Strukturen vid utformningen av specialföretaget är av stor betydelse vid kreditratinginstitutens bedömning eftersom strukturen har stor betydelse när det gäller sakrättsligt skydd från originatorns kreditrisker och att specialföretaget är skyddat vid en eventuell konkurs. Andra risker som är av stor betydelse vid kreditratinginstitutens bedömning är valutarisker och frågor som har att göra med beskattningen av specialföretaget. I största möjliga mån försöker man överföra riskerna på en tredje part för att minska risken med transaktionen i sin helhet, men detta är inte alltid möjligt.<sup>116</sup>

Ratingen avspeglar antingen risken för generella kreditrisker för en enhet eller för risker med en specifik transaktion. Betygsskalorna är olika beroende på investeringens löptid och vilket ratinginstitut som har givit ratingen. Alla ratinginstitut använder sina egna bedömningsskalor. Ratingen är inte konstant utan anger endast kreditvärdigheten vid den tid som ratingen ges. Om kreditvärdigheten förändras med tiden kommer en ny rating att göras. Risken för förändringar i lagstiftning eller skatt kan ha betydelse vid bedömningen. När det gäller parterna i transaktionen brukar ratinginstituten vanligen anta att dessa kommer att uppfylla de förpliktelser som avtalats. Antagandet är nödvändigt eftersom det inte är möjligt att basera det på någon annan grund.<sup>117</sup>

---

<sup>114</sup> Månsson F. & Andersson P-U. (red.), *Värdepapperisering – Securitisation*, s. 84 ff.

<sup>115</sup> Standard & Poor's tillämpar en metod som baseras på möjligheten att få full återbetalning för det investerade beloppet jämte ränta. Moody's baserar sin bedömning på "förväntad förlust".

<sup>116</sup> Deacon J., *Global Securitisation an CDOs*, s. 14 f.

<sup>117</sup> *Ibid.* s. 15 ff.

## 5 Överlåtelse av tillgångar till specialföretaget

Det här avsnittet av uppsatsen behandlar överlåtelsen av tillgångar till specialföretaget. Vid överföringen av tillgångar uppstår olika problem, dels när det gäller hänsynen till den ursprungliga gäldenären och dels om överlåtelsen får några konsekvenser för originatorn. Inledningsvis behandlas de allmänna regler som finns angående fordringsöverlåtelser och sedan behandlas frågan om alla fordringar kan överlåtas. Därefter behandlas värdepapperisering av konsumentkrediter. Bostadskrediter är en form av konsumentkrediter som ofta är föremål för gäldenärsbyte. Denna fråga behandlas därför i ett särskilt avsnitt. Slutligen behandlas värdepapperisering då originatorn är ett kreditinstitut.

### 5.1 Almäna regler om fordringsöverlåtelser

Värdepapperisering av krediter förutsätter att ett specialföretag förvärvar fordringar från någon annan som vanligen är den ursprungliga kreditgivaren. I den här delen av uppsatsen behandlas den obligationsrättsliga aspekten av värdepapperisering, d.v.s. frågor om förpliktelsers innehåll, förändring och upphörande. Värdepapperisering av krediter, d.v.s. fordringar som har uppkommit på grund av en kredit, innebär en överlåtelse av förpliktelser. Vid tiden före överlåtelsen av fordringen finns det en förpliktelse mellan en gäldenär, den som rättsligt är förpliktad till något dvs. i det här fallet återbetalning av en skuld, och en borgenär som är berättigad till betalning. Förpliktelser kan uppkomma på olika sätt t.ex. genom löfte, påbud eller genom myndighetsföreskrifter. Vanligen uppkommer förpliktelser genom avtal och är ofta ömsesidigt förpliktande dvs. båda parter i avtalet har skyldigheter och rättigheter mot varandra.<sup>118</sup>

Vid värdepapperisering av krediter överlåts rätten att uppbära betalning. Den ursprungliga borgenären, originatorn, överlåter sin rätt att uppbära betalning under krediten till specialföretaget som förvärvar rätten. Partsbytet sker genom fordringsöverlåtelse, cession, är som huvudregel tillåten. Detta gäller inte bara fordringar i allmänhet utan också konsumentfordringar. När det gäller förpliktelseöverlåtelse, substitution, när gäldenären överlåter sin skyldighet att betala är förhållandet annorlunda. En förpliktelse kan endast överlåtas med borgenärens medgivande. Då det är vanligt vid överlåtelse av bostäder att förvärvaren av bostaden även övertar lånen kommer denna fråga att behandlas i avsnittet om värdepapperisering av bostäder.<sup>119</sup>

---

<sup>118</sup> Rodhe K., *Obligationsrätt*, s. 1 f.f., Agell A. & Malmström Å., *Civilrätt*, s. 69 f.

<sup>119</sup> Mellqvist M., Persson I., *Fordran & Skuld*, s. 20 ff.



Vid värdepapperisering av krediter uppkommer problem i de fall som gäldenären har rätt att framställa invändningar mot specialföretaget. När det gäller enkla skuldebrev och fordringar i allmänhet inträder förvärvaren vid en fordringsöverlåtelse i överlåtarens rätt mot gäldenären. Detta innebär typiskt sett att överlåtelserna inte får innebära att gäldenären kommer i sämre ställning till följd av överlåtelserna, inte heller förvärvaren av fordringen kan komma i bättre ställning än den ursprungliga borgenären. När det gäller enkla skuldebrev uttrycks regeln i 27 § SkbrL, men principen tillämpas analogt på alla enkla fordringar. Rätten att mot en förvärvare av skuldebrevet framställa invändningar, som grundar sig på rättsförhållandet mellan gäldenären och den ursprungliga borgenären, kan avtalas bort med en s.k. cut off-klausul. En sådan klausul kan vara lämplig vid värdepapperisering för att minska risken för att invändningar riktas mot specialföretaget. Klausulen kan jämkas enligt 36 § AvtL. En cut off-klausul kan inte åberopas mot en konsument enligt 16 § KkrL.<sup>120</sup>

När det gäller löpande skuldebrev och vissa andra värdepapper gäller andra regler som grundar sig på handlingens negotiabilitet. Alla typer av invändningar kan inte göras gällande mot en förvärvare av handlingen vilket framgår av 15-17 §§ SkbrL. I princip innebär reglerna att alla invändningar som har med det bakomliggande rättsförhållandet bortfaller mot en godtroende förvärvare av skuldebrevet. Invändningar som faller bort är exempelvis invändning om att gäldenären inte fått motprestation eller att skuldförhållandet ändrats eller upphört eller att betalning skett.<sup>121</sup>

Värdepapperisering innebär vanligen att originatorn fortsätter att sköta administrationen över fordringarna efter överlåtelserna. Gäldenärerna fortsätter att betala till originatorn som för över betalningarna till specialföretaget. Detta torde innebära att det blir färre komplikationer för gäldenärerna vid värdepapperisering än vid vanliga fordringsöverlåtelser. Regler om fordringarnas överlåtbarhet bör uppmärksammas av parterna vid en värdepapperisering. Av hänsyn till gäldenären kan inte alla fordringar överlåtas utan tillstånd från gäldenären. Vidare kan inte borgenärens eventuella åtaganden i samband med kreditavtalet överlåtas utan gäldenärens samtycke. De företag som bedriver verksamhet som kräver tillstånd för finansieringsverksamhet kan få problem vid fordringsöverlåtelse i de fall då de åtaganden som medföljer fordringen kräver tillstånd att utföra. Eftersom specialföretaget är undantaget tillstånd från finansieringsverksamhet kan specialföretaget inte fullfölja åtaganden om de innebär finansieringsverksamhet.<sup>122</sup>

---

<sup>120</sup> Mellqvist M., Persson I., *Fordran & Skuld*, s. 110 f., Wallin G., *Lagen om skuldebrev m.m.*, s. 184 ff.

<sup>121</sup> Mellqvist M., Persson I., *Fordran & Skuld*, s. 134 f f., Wallin G., *Lagen om skuldebrev m.m.*, s. 132 ff.

<sup>122</sup> Ds 1998:71, *Bättre förutsättningar för värdepapperisering*, s. 80

## 5.2 Kan alla fordringar överlåtas?

Utgångspunkten för partväxlingar är att fordringsrätter inte berör andra än de ursprungliga parterna. Överlåtelse av en fordringsrätt tillåts ändå, eftersom borgenärens person i regel bör sakna betydelse för gäldenären. Det avgörande är dock att gäldenärens ställning typiskt sätt inte får försämrans genom överlåtelsen.<sup>123</sup>

Av hänsyn till gäldenären kan inte alla slags fordringar överlåtas utan gäldenärens tillstånd. Det finns i princip fyra typer av fordringsrätter med inskränkningar i överlåtbarheten, personligt färgade fordringsrätter, fordringar som är beroende av motfordringar, fordringar som av sociala skäl inte bör frångå borgenären samt fordringar som har gjorts personliga genom avtal. I de fall då fordringen är av personlig natur, som t.ex. rätt till kost, bostad inte rimligen påtvingas gäldenären. Vid ömsesidigt förpliktande avtal finns det inte något generellt hinder mot överlåtelse av de rättigheter som följer med avtalet, däremot är situationen den motsatta när det gäller den förpliktande delen av avtalet. Det kan dock tänkas att gäldenären har intresse av att motsätta sig den uppsjälkning av förpliktelser som överlåtelse av enbart det ena anspråket medför, t.ex. genom att förväntan om vederlag innebär stimulans att genomföra en god prestation. För att skydda gäldenärens försörjning kan vissa fordringar inte överföras. I de fall då man har avtalat om att fordringen inte får överlåtas är avtalet fullt verksamt mot förvärvare och mot personer med kännedom om avtalet.<sup>124</sup>

Ett avtal kan innehålla klausuler med överlåtelseförbud. När det gäller enkla fordringar torde ett sådant förbud vara giltigt även mot en godtroende förvärvare eftersom 27 § SkbrL föreskriver att en förvärvare inte kan få bättre rätt än överlåtare. Däremot kan fordringen ändå utmätas eftersom det skulle leda till att egendom skulle komma att undandras de övriga borgenärerna. I NJA 1966 s. 97 hävdade ett konkursbo att en klausul i ett kontrakt med innebörd att en entreprenör inte fick överlåta kontraktet på annan person, innebar att ett förbud mot att överlåta en fordran. HD ansåg däremot att klausulen inte omfattade ett förbud att överlåta en fordran.<sup>125</sup>

## 5.3 Konsumentkrediter

Värdepapperisering av konsumentkrediter innebär skillnader från värdepapperisering av krediter givna i andra sammanhang. Särskilt viktiga är reglerna om konsumentens befogenheter vid överlåtelse av fordringen, men även konsumentens rätt att betala en skuld i förtid och att en konsument alltid har rätt att komma med invändningar mot en förvärvare av fordringen som grundar sig på det bakomliggande rättsförhållande. I samband med det lagstiftningsarbete som bedrevs inför ändringen av lagen om finansieringsverksamhet och skuldebrevslagen utreddes frågan om särskilda

<sup>123</sup> Tiberg, H & Lenhammer D., *Skuldebrev, växel och check*, s. 27 f.

<sup>124</sup> Tiberg, H & Lenhammer D., *Skuldebrev, växel och check*, s. 30 f.

<sup>125</sup> Håstad T., *Studier i sakrätt*, s. 123, NJA 1966 s. 97

skyddsregler borde införas för att skydda konsumenter vid värdepapperisering av konsumentkrediter. Utredningen fann att anledning saknades att införa särskilda begränsningar med sikte på värdepapperisering eftersom konsumentkreditlagen och skuldebrevslagen ansågs ge ett fullgott skydd.<sup>126</sup>

Konsumentkreditlagen omfattar enligt 1 § KKrL, kredit som är avsedd huvudsakligen för enskilt bruk och som lämnas eller erbjuds till konsument av en näringsidkare i dennes yrkesmässiga verksamhet. Lagen gäller även i de fall då ett ombud för näringsidkaren förmedlar krediten under motsvarande förutsättningar. Undantag görs för författningsreglerade lån som lämnas av statsmedel och för lån som lämnas i pantbanksverksamhet enligt pantbankslagen (1995:1000). Lagen är tvingande till konsumentens förmån om inte något annat anges i lagen, 4 § KKrL. Krediterna kan ges i vilket sammanhang som helst. Krediter som lämnas av säljaren vid köp, kredit som ges av banker och finansbolag för viss affär, kreditlöften som ges för checkräkning eller annan löpande kredit, betalningsansånd som ges vid kontant försäljning samt kredit som givits av kontokortsföretag.<sup>127</sup>

Vid värdepapperisering av konsumentfordringar bör det observeras att en konsument alltid har rätt att betala av en skuld i förtid enligt 20 § KkrL. Rättigheten innefattar inte enbart återbetalning av hela skulden utan även snabbare avbetalning av skulden. Detta innebär för specialföretagets del att kassaflödet kan komma att flyta in snabbare än beräknat, vilket måste tas hänsyn till vid struktureringen av portföljen. En konsument har alltid rätt att framställa samma invändningar på grund av köpet till förvärvaren som konsumenten hade kunnat framställa till säljaren enligt 16 § KkrL. Cut off-klausuler är därför inte möjliga i konsumentförhållanden. Bestämmelsen gäller kreditköp men även s.k. låneköp, då en bank givit lånet i samarbete med säljaren. Invändningar kan dessutom framställas i de fall då ett kontokortsföretag har givit konsumenten kredit efter överenskommelse med säljaren, detta gäller endast kreditkort inte tillgångskonton. Vid värdepapperisering innebär konsumentens rätt att framställa invändningar en risk för att betalning inte kommer att ske. 17 § KkrL förbjuder näringsidkare att ta emot olika former av fordringsbevis, däribland löpande skuldebrev. Bestämmelsen är straffsanktionerad. Innebörden av att kreditgivaren tar emot en löpande förbindelse innebär inte att förbindelsen är ogiltig. Lagreglerna om att löpande skuldebrev tillämpas således även i detta fall trots att det rör sig om en konsument.<sup>128</sup>

Finansinspektionen har utfärdat allmänna råd (FFFS 2000:2) om krediter i konsumentförhållanden. Enligt 31 § bör en kreditgivare informera kredittagaren om rätten att överlåta och pantsätta en fordran. I samband med överlåtelsen bör kreditgivaren informera konsumenten om detta och ge information om konsekvenser av överlåtelsen som är av väsentlig betydelse för konsumenten, 32 §. I de fall då överlåtelsen är ett led i en

<sup>126</sup> Ds 1998:71, *Bättre förutsättningar för värdepapperisering*, s. 38 ff., 79 f.

<sup>127</sup> Håstad T., *Den nya köprätten*, s. 253

<sup>128</sup> *Ibid* s. 286 ff.

värdepapperisering bör kreditgivaren särskilt informera om innebörden av att krediten värdepapperiseras. Information om att fordran kan komma att värdepapperiseras finns numera ofta i flera standardavtal. Information om överlåtelsen är också viktig för att kunna uppnå sakrättsligt skydd för specialföretagets förvärv.<sup>129</sup>

### 5.3.1 Särskilt om bostadskrediter

Bostadskrediter är en form av konsumentkrediter. Skyddsreglerna för konsumenterna som finns i konsumentkreditlagen gäller även för bostadskrediterna. Vid värdepapperisering av bostadskrediter uppkommer problem som grundar sig i dels att bostadslån ibland är konstruerade så att de regelbundet omförhandlas och dels i bruket att låta förvärvaren av en bostad överta de lån som finns med säkerhet i bostaden. Båda situationerna innebär vid en värdepapperisering risk för att specialföretaget kan komma att ägna sig åt verksamhet som kan tolkas som näringsverksamhet med ändamål att ge kredit, vilket kräver tillstånd enligt lagen om finansieringsverksamhet. Undantaget i lagen om finansieringsverksamhet innebär att specialföretag inte omfattas av lagen och därmed krav på kapitaltäckning, men om annan tillståndspliktig verksamhet än förvärv av fordringar bedrivs uppkommer skyldighet att söka tillstånd.<sup>130</sup>

Vid överlåtelse av bostäder används ofta s.k. övertagandeförbindelser där köparen tar över ansvaret för säljarens lån och medger fortsatt pantsättning. Det föreligger ingen självständig rätt för en låntagare att sätta någon annan i sitt ställe och kreditgivarna är obundna för de fall då fastigheten byter ägare och parterna önskar att köparen skall överta befintliga lån på fastigheten. Standardvillkoren talar endast om att *”kreditgivaren förbehåller sig rätten att ompröva krediten”* och att *”om kreditgivaren inte medger sådant övertagande är krediten förfallen till omedelbar betalning”*.<sup>131</sup>

Krediter löper ofta på lång tid ofta minst 30 år. Lånet amorteras antingen med lika stora amorteringar över tiden eller som ett annuitetslån där de tidiga inbetalningarna består till större delen av ränta och den andel som utgör amortering ökar med tiden. Tidigare brukade fastighetslån avtalas för en tid som motsvarade löptiden för de obligationer som användes för kapitalanskaffning vilket vanligen är fem år. När fem års perioden löpte mot sitt slut omförhandlades lånet för en ny period, nya pantsättningar gjordes och räntan omförhandlades. 1990 införde Statshypotek och Spintab en ny modell i vilken den verkliga avbetalningstiden gjordes till avtalstid. Detta är numera de vanliga villkoren för bostadslån men det finns fortfarande lån med de gamla villkoren kvar. Räntan avtalas för kortare perioder och förhandlas om efterhand. I de fall ett lån med enligt villkor som kräver

---

<sup>129</sup> Finansinspektionens allmänna råd om krediter i konsumentförhållanden, FFFS 2000:2, för ett standardavtal med innehåll om värdepapperisering se t.ex. ICA banken.

<sup>130</sup> Ds 1998:71, *Bättre förutsättningar för värdepapperisering*, s. 81 ff.

<sup>131</sup> Jensen U., *Panträtt i fast egendom*, s. 42

omförhandling uppstår problem vid värdepapperisering, då detta innefattar kreditgivning.<sup>132</sup>

Frågan om specialföretagets godkännande av gäldenärsbyte och förlängning av krediter är verksamhet med ändamål att ge kredit bestäms dels av bolagsordningen och dels om verksamheten kan anses ingå som ett ordinärt och naturligt inslag i rörelsen. Frågan torde avgöras från fall till fall, beroende på hur vanligt förekommande det är. I motiven till ändringen i lagen om finansieringsverksamhet utreddes frågan noggrant. Ett förslag till lösning på problemet var att specialföretaget kunde träffa ett avtal med originatorn, som förutsattes agera serviceföretag i värdepapperiseringen, om tillfälliga återköp av fordringarna. Originatorn kan då bevilja ny kredit eller gäldenärsbyte och sedan återsälja fordringen till specialföretaget. Förslaget ogillades dock av några remissinstanser samt lagrådet. Lagrådet ansåg att det skulle vara mycket svårt att strukturera ett sådant upplägg utan att komma i konflikt med begränsningen om att förvärv endast får ske vid enstaka tillfällen. I motiven framhålls det att problemen inte skall överdrivas eftersom gäldenärsbyten inte är särskilt vanliga i förhållande till den totala kreditstocken. Därför infördes inte någon specialreglering när det gäller värdepapperisering av den här typen av lån. De problem som finns när det gäller förlängning av kreditavtalen berör endast en mindre del av bostadsmarknaden, dessutom håller de kreditavtal som löper på kortare tid än den egentliga amorteringstiden på att försvinna från marknaden. Det framstår dock som mindre lämpligt att värdepapperisera de delar av en lånestock där frågor om kreditprövning regelmässigt kan förekomma.<sup>133</sup>

## 5.4 Överlåtelse då originatorn är en bank eller annat kreditinstitut

I de fall då originatorn är en bank eller annat kreditinstitut, som omfattas av krav på kapitaltäckning, uppkommer frågan, om huruvida kapitaltäckning krävs för de värdepapperiserade fordringarna/fordringsstocken. Frågan om kapitaltäckning hos originatorn är det område som kanske har tilldragit sig störst uppmärksamhet från reglerarnas sida när det gäller värdepapperisering. Problemet handlar dels om förutsättningarna för när kapitaltäckning inte längre krävs och dels om hur rättigheter och skyldigheter som grundar sig på de överlåtna fordringarna skall behandlas sedan värdepapperisering skett. Frågan om huruvida ett undantag för banker och kreditinstitut från principen om fri överlåtelse av fordringar skulle införas med anledning av värdepapperisering diskuterades inför

---

<sup>132</sup> Jensen U., *Panträtt i fast egendom*, s. 41, I NJA 1997 s 86 behandlades tolkningen av villkoren i ett s.k. falskt annuitetslån. Det falska annuitetslånet betalades med samma belopp varje månad, av beloppet utgjorde en del ränta och en del amortering. Räntan var emellertid rörlig vilket innebar att återbetalningstiden var lånet var beroende av ränteläget. (jfr NJA 1995 s 362)

<sup>133</sup> Prop. 2000/01:19, *Bättre förutsättningar för värdepapperisering*, s. 30 ff. samt s. 44 för lagrådets yttrande

lagändringarna 2001. Originatorns försäljning av fordringsstockar ansågs inte påverka det finansiella systemet negativt. Betalningssystemet berörs inte av ökad användning av värdepapperisering utan ökar istället originatorns möjlighet att hantera risker. Mot den bakgrunden ansågs det inte finnas några behov för specialreglering för att begränsa överlåtelser av fordringar vid värdepapperisering.<sup>134</sup>

Vid själva överlåtelserna uppstår det dock vissa frågeställningar kring originatorns kvarstående förhållande, kvarstående åtaganden och krav som grundar sig på de överlåtna fordringarna och har betydelse för ställningstaganden om redovisning och kapitaltäckning. Med stöd av förordningen (2000:669) om kapitaltäckning och stora exponeringar för kreditinstitut och värdepappersbolag har Finansinspektionen utfärdat föreskrifter och allmänna råd om värdepapperisering (FFFS 2001:7). Bestämmelserna avser kapitaltäckning och konsumentfrågor i samband med värdepapperisering och tillämpas på bankaktiebolag, sparbanker, medlemsbanker, kreditmarknadsföretag, värdepappersbolag och Svenska Skeppshypotekskassan. Dessa institut skall, när en värdepapperisering har genomförts, rapportera till Finansinspektionen om vilka tillgångar som har överlåtit och hur institutets kapitaltäckning har påverkats.<sup>135</sup>

De föreskrifter som Finansinspektionen har utfärdat bygger på de riktlinjer som har tagits fram av Baselkommittén för banktillsyn. Riktlinjerna anger till vilken nivå en bank eller kreditinstitut måste ha kapitaltäckning som svarar mot de risker som banken möter. I de fall som en bank eller ett kreditinstitut deltar i en värdepapperisering såsom originator uppkommer därmed problem när det gäller frågan om kapitaltäckning kommer att krävas för de tillgångar som har överlåtit. En viktig utgångspunkt är frågan om risken har övergått till specialföretaget. Denna fråga kompliceras av att det i en värdepapperisering ofta förekommer att originatorn understödjer specialföretaget t.ex. genom att lämna en kreditförstärkning. Det är också vanligt förekommande att specialföretaget köper tillbaka tillgångar från specialföretaget när värdepapperiseringen avslutas. Strukturen kan utformas genom att originatorn har en option på att få köpa tillbaka tillgångarna. I de fall då det är underförstått att originatorn skall köpa tillbaka tillgångarna eller kanske till och med är förpliktigad att återköpa dem kan det diskuteras om någon riskövergång egentligen har skett, om så inte är fallet bör originatorn således ha full kapitaltäckning för de värdepapperiserade tillgångarna.<sup>136</sup>

Kapitaltäckning krävs inte för tillgångar som har överlåtit om en ren risköverföring har ägt rum. Om en ren risköverföring inte har ägt rum har originatorn ett åtagande mot specialföretaget som skall kapitaltäckas som om de överlåtna tillgångarna låg kvar i originatorns balansräkning. För att

---

<sup>134</sup> Ds 1998:71, *Bättre förutsättningar för värdepapperisering*, s. 68-70 samt Prop.

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

<sup>135</sup> Ds 1998:71, *Bättre förutsättningar för värdepapperisering*, s.70 f. samt Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd om värdepapperisering FFFS 2001:7 1 kap. 1 §, 2 §, 3 kap 1§

<sup>136</sup> Deacon J., *Global Securitisation and CDOs*, s. 219 ff.

en ren risköverföring skall uppnås krävs det att originatorn inte äger aktier eller andelar i specialföretaget eller på något annat sätt har ett väsentligt inflytande över specialföretaget. Ett väsentligt inflytande anses inte bestå i att originatorn har utsett en minoritet av styrelsen. Originatorns namn får inte ingå i specialföretagets namn och specialföretagets namn får inte på annat sätt ge intryck av att det finns ett samband mellan originatorn och specialföretaget. Originatorn får inte inneha värdepapper emitterade av specialföretaget eller bidra till finansieringen av specialföretaget på annat sätt än genom en kreditförsäkring, förutom i de fall då dessa värdepapper tjänar som kreditförstärkning eller innehas som ett led i originatorns roll som market-maker. För att en originator skall få agera market-maker krävs medgivande från Finansinspektionen.<sup>137</sup>

Kreditförstärkning innebär att originatorn har en fordran eller rättighet mot specialföretaget och värdet en sådan fordran eller rättighet i något väsentligt avseende är beroende av om specialföretagets tillgångar har lämnat avkastning fullt ut i enlighet med vad som har förutsatts vid förvärvet. Kreditförstärkning innebär också att originatorn har en skyldighet att lämna någon form av tillskott vars återbetalning är beroende av att tillgångarna lämnar full avkastning. Exempel på åtaganden som kan utgöra kreditförstärkning är; efterställd fordran, utfästelse att ersätta oreglerade tillgångar, originatorns rätt till det överskott som förväntas uppkomma i specialföretaget men där det initialt uppkomna överskottsbeloppet står kvar som riskbärande kapital i specialföretaget samt om originatorn lämnar en utfästelse att tillhandahålla likviditet till specialföretaget utan förbehåll om att detta endast skall ske på marknadsmässiga villkor och utan förhöjd risk för originatorn. Originatorn får inte ingå avtal med syfte att överföra kreditrisk till specialföretaget i någon annan form än genom kreditförstärkning. Kreditförstärkning får endast lämnas i samband med eller innan tillgångarna överläts till specialföretaget. Originatorn skall räkna av det redovisade värdet av kreditförstärkningen från det primära och det supplementära kapitalet.<sup>138</sup>

När det gäller återköp av tillgångar från specialföretaget får originatorn inte ha en förpliktelse att köpa tillbaka tillgångar som vid tidpunkten för överlåtelsen uppfyllde de avtalade kraven för att ingå i överlåtelsen, eftersom det skulle innebära att originatorn fortfarande skulle stå för kreditrisken som följer med tillgångarna. Originatorn får dock ha en rättighet att köpa tillbaka tillgångar men endast återstående tillgångar i en restportfölj som omfattar mindre än 10 % av det ursprungliga värdet på de överlåtna tillgångarna. Utöver detta kan Finansinspektionen också lämna medgivande till att originatorn skall ha en rättighet att köpa tillbaka konsumentkrediter i samband med gäldenärsbyte, förlängning av kredit och för andra åtgärder som sker i samband med den löpande förvaltningen av krediterna av andra skäl än försämrade kreditvärdighet hos kredittagare. Medgivande kan lämnas om de avtalade villkoren är sådana att ren

---

<sup>137</sup> Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd om värdepapperisering FFFS 2001:7 2 kap. 3-5 §§ samt de allmänna råd som hör till 3 §

<sup>138</sup> Ibid. 2 kap. 6 § samt de allmänna råd som hör till denna paragraf

risköverföring kan anses ha ägt rum. Medgivande kan lämnas i samband med värdepapperiseringen och kan avse alla konsumentkrediter som ingår. Återköpet av tillgångarna från specialföretaget måste ske på marknadsmässiga villkor.<sup>139</sup>

Finansinspektionen har utfärdat allmänna råd om information i samband med värdepapperisering för de fall då originatorn är ett kreditinstitut, ett bankaktiebolag, sparbank, medlemsbank, kreditmarknadsföretag, värdepappersbolag och Svenska Skeppshypotekskassan. I enlighet med rekommendationerna bör originatorn ge sina berörda kredittagare avseende konsumentkrediter information om vilket specialföretag som skall överta krediterna, vart klagomål mot de berörda krediterna skall riktas samt vem som är kredittagarnas motpart vid en rättslig tvist efter överlåtelsen. Det bör också framgå av informationen att specialföretaget inte är ett finansiellt institut som står under Finansinspektionens tillsyn. Originatorn bör verka för att de bestämmelser om sekretess angående kundernas förhållanden som gäller för originatorn tillgodoses även efter en värdepapperisering. Utöver dessa råd gäller även de allmänna råd som Finansinspektionen har givit angående konsumentkrediter.<sup>140</sup>

---

<sup>139</sup> Ibid. 2 kap 7-9 §§

<sup>140</sup> Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd om värdepapperisering FFFS 2001:7 4 kap 1 § samt de allmänna råd som följer efter paragrafen.



## **6 Sak- och obeståndsrättsliga problem**

Den här delen av uppsatsen behandlar de sak- och obeståndsrättsliga problem som är särskilt förknippade med värdepapperisering. Syftet är inte att framställningen skall ge en heltäckande bild av det sakrättsliga regelverket; det är enbart de problem som är särskilt problematiska i samband med värdepapperisering som skall behandlas. Som redan påpekats är specialföretaget kärnan i värdepapperiseringen och att riskerna med värdepapperisering primärt är risker för specialföretaget. Strukturen i specialföretaget bör därför vara utformad på så vis att tillgångarna är skyddade från originatorns borgenärer och på så sätt göra investerarnas placering så säker som möjligt. Det är därför viktigt att värdepapperiseringen struktureras så att sakrättsligt skydd för specialföretagets tillgångar verkligen uppnås.

Avsnittet inleds med en översikt över de allmänna problem som finns inom området. De grundläggande principerna för att uppnå sakrättsligt skydd enligt svensk rätt behandlas kortfattat i följande avsnitt. Därefter behandlas det sakrättsliga skyddet vid värdepapperisering av krediter och andra former av fordringar. Sakrättsligt skydd för förvärv av andra typer av egendom behandlas i avsnittet som följer. Därefter behandlas s.k. säkerhetsöverlåtelse. Avsnittet avslutas med ett stycke som behandlar risken för att specialföretagets tillgångar kan komma att återvinnas vid konkurs hos originatorn.

### **6.1 Allmänna sak- och obeståndsrättsliga problem med värdepapperisering**

De problem som behandlas i det här avsnittet har alla att göra med vad som händer med tillgångarna i specialföretaget om originatorn försätts i konkurs. De frågor som behandlas, borgenärsskyddet och återvinning i konkurs behandlas inom sakrätten. Sakrätten behandlar förpliktelseernas materiella underlag och konkurrensen mellan flera förpliktelser. Problemen som behandlas har den innebörden att konflikten berör vem som skall anses ha äganderätt till en viss egendom till skillnad från frågan om vem som skall ha betalt. Frågan om när en förvärvare skall uppnå sakrättsligt skydd har fått olika lösningar i olika rättssystem. Det finns i princip två olika lösningar på problemet. Det ena är att låta sakrättsligt skydd uppstå redan vid köpeavtalet, den s.k. avtalsprincipen. I de rättsordningar som tillämpar avtalsprincipen uppnår köparen sakrättsligt skydd vid avtalet när det rör sig om individuellt bestämt gods. Vid köp av generiskt bestämt gods brukar

regeln istället vara att sakrättsligt skydd inträder när säljaren efter köpet åtagit sig att leverera varan eller bestämt med vilket exemplar leveransskyldigheten skall fullgöras med och detta på något sätt manifesteras. Andra rättssystem kräver i stället att köpet måste registreras hos någon myndighet eller att köparen skall ha fått egendomen i sin besittning, traditionsprincipen för att vara skyddad mot överlåtarens borgenärer.<sup>141</sup>

Det är fundamentalt vid en värdepapperisering är att tillgångarna kan avskiljas från originatorn på ett sådant vis att de kan användas för finansiering. Detta innebär att specialföretaget skall vara rättsligt frikopplad från originatorn och att dess tillgångar är skyddade från originatorns borgenärer. En annan viktig aspekt vid en värdepapperisering är att erhålla en så hög rating som möjligt för att kunna locka till sig investerare. Kreditratinginstitutens bedömning är därför en mycket viktig faktor vid struktureringen av värdepapperiseringen. En viktig del av kreditratinginstitutens analys är om förmögenhetsöverföringen är utformad på ett sådant vis att den är skyddad från vid konkurs hos originatorn. Detta är särskilt viktigt vid värdepapperisering eftersom specialföretaget i princip saknar andra tillgångar än de som överlåtits av originatorn. Investerarnas ställning är därmed helt beroende av de tillgångar som förts över till specialföretaget. Specialföretaget är försett med minsta möjliga egna kapital och de värdepapper som specialföretaget emitterar är uteslutande baserade på de överförda tillgångarna. I de flesta transaktionerna sker värdepapperiseringen på ett sådant sätt att specialföretagets tillgångar förvaltas av originatorn. Strukturen medför att det kan uppstå problem att uppnå sakrättsligt skydd för de värdepapperiserade tillgångarna. För att försäkra sig om att sakrättsligt skydd enligt gällande rättsordning verkligen kommer att uppnås för de värdepapperiserade tillgångarna läggs det därför mycket stor vikt vid utformningen av transaktionen.<sup>142</sup>

I den amerikanska doktrinen har frågan om transaktionens sakrättsliga verkningar fått ett stort utrymme. En anledning till detta kan vara att sakrättsligt skydd enligt amerikansk rätt uppstår genom avtalet. Det är därför viktigt att köpet utformas så att det inte finns några tveksamheter om att ett köp verkligen har ägt rum, s.k. *true sale*. Om kraven för att ett köp skall ha kommit till stånd inte uppfylls kan "köpet" istället ses som en annan typ av rättshandling. Därmed uppnås inte heller det sakrättsliga skyddet. Liknande rättsverkningar kan uppkomma i svensk rätt om det finns anledning att köpet egentligen är ett förtäckt lån, en s.k. säkerhetsöverlåtelse. Detta kompliceras av det faktum att originatorn fortsätter att administrera portföljen efter försäljningen och att delar av vinsten med transaktionen kan komma att tillfalla originatorn efter värdepapperiseringens upphörande. En annan faktor som är viktig vid bedömningen om överlåtelsen av tillgångarna skall anses sakrättsligt giltig är frågan om originatorns möjligheter till att återförvärva tillgångarna. Det

---

<sup>141</sup> Rodhe K., *Obligationsrätten*, s. 1 ff., Rodhe K., *Handbok i sakrätt*, s. 12 f., Håstad T., *Sakrätt avseende lös egendom*, s. 207

<sup>142</sup> Deacon S., *Global Securitisation and CDOs*, s 36

är vanligt att det finns en avsikt att originatorn skall återförvärva tillgångarna vid värdepapperiseringens upphörande. Detta sker vanligen genom en option som medför antingen en rättighet eller en skyldighet att återförvärva tillgångarna.<sup>143</sup>

De sakrättsliga aspekterna vid värdepapperisering hänger nära samman med frågan om när originatorn inte längre skall behöva ha kapitaltäckning för tillgången och när tillgången inte längre skall redovisas i originatorns balansräkning. Det som blir avgörande för den frågan är om överlåtelsen anses sakrättsligt giltigt och i vilken mån originatorn står för kreditrisken. Kreditriskerna bör därför mötas med någon form av försäkring eller bankgaranti, fondering i specialföretaget eller junior bonds. Originatorn måste kunna behålla affärskontakten med portföljgäldenärerna och ha faktisk rådighet över portföljen utan att riskera att förfarandet är sakrättsligt ogiltigt.<sup>144</sup>

Slutligen finns det även en risk för att specialföretagets tillgångar kan komma att återvinnas. Återvinning aktualiseras endast om överföringen av tillgångarna till specialföretaget har skett på ett sådant sätt att sakrättsligt skydd har uppnåtts. Om transaktionen inte har genomförts på ett obligationsrättsligt giltigt vis och sakrättsligt skydd inte har uppnåtts finns det inte någon anledning att använda sig av återvinning, eftersom tillgångarna då är åtkomliga för originatorns borgenärer på andra grunder. Risken för att specialföretagets tillgångar kan komma att återvinnas bör därför uppmärksammas, eftersom det innebär att fullständigt sakrättsligt skydd för specialföretagets tillgångar inte kan uppnås inom den tidsfrist som återvinning kan ske.<sup>145</sup>

## 6.2 Sakrättsligt skydd enligt svensk rätt

I det svenska rättsystemet finns det olika regler för hur sakrättsligt skydd uppnås beroende av vilken typ av egendom som överlåtelsen gäller. Egendom enligt vårt rättsystem består av *fast egendom* och *lös egendom*. Den fasta egendomen är jord, 1 kap 1§ Jordabalken (JB), jorden indelas i fastigheter och det ges uttryckliga bestämmelser för vad som kan räknas som fastighetstillbehör. Den lösa egendomen kan delas in i olika undergrupper; tomträtt, skeppsegendom, luftfartyg, lösören i allmänhet, byggnad på annans grund och andra fasta saker, innehavarpapper och orderpapper, värdepapper, enkla skuldebrev och fordringar, rätt till gruva, andelsrätter i juridiska personer och immaterialrätter.<sup>146</sup>

Sakrätten behandlar hur konflikter mellan personer som gör gällande samma slag av ensamrätt till viss egendom. Det finns i princip två olika konflikter

---

<sup>143</sup> Månsson F. & Andersson P-U. (red.), *Värdepapperisering – Securitisation*, s. 91 f.

<sup>144</sup> Månsson F. & Andersson P-U. (red.), *Värdepapperisering – Securitisation*, s. 80

<sup>145</sup> Lennander G., *Återvinning i Konkurs*, s. 35

<sup>146</sup> Rodhe K., *Handbok i sakrätt*, s. 4 - 11

som aktualiserar frågan om sakrättsligt skydd, konkurrerande förvärvare av samma sak eller rättighet och konflikten som uppstår när motpartens borgenärer vill genom utmätning eller konkurs ta motpartens tillgångar i anspråk. Den första konflikten, konkurrerande förvärvare, skall inte beröras närmare i den här framställningen. Frågan som behandlas är skyddet för specialföretagets tillgångar i händelse av att originatorn drabbas av utmätning eller konkurs.<sup>147</sup>

Hur uppkommer då det sakrättsliga skyddet för ett förvärv? I princip kan man skilja på två olika former av sakrättsliga moment, subjektiva och objektiva. De subjektiva momenten har att göra med frågan om ond eller god tro om ett visst faktum hos en part. Detta moment skall inte närmare beröras i den här framställningen, eftersom konkurrerande anspråk inte behandlas. De objektiva momenten för att nå sakrättsligt skydd är i första hand besittning av egendomen och besittningsövergång vid förvärv av egendom, tradition. Det sakrättsliga skyddet kan också uppkomma genom inskrivning eller registrering av förvärvet hos en myndighet, t.ex. när det gäller inskrivning enligt JB och lösöresköplagen. Ytterligare ett sätt att uppnå sakrättsligt skydd som förekommer i svensk rätt är genom underrättelse om överlåtelsen, s.k. denuntiation.<sup>148</sup>

## 6.2.1 Sakrättsligt skydd vid värdepapperisering av krediter

När det gäller värdepapperisering av krediter är reglerna beträffande det sakrättsliga skyddet olika beroende av vilken slags fordring det rör sig om. Vid överlåtelse av *enkla skuldebrev och andra enkla fordringar* uppnås sakrättsligt skydd genom att underrättelse till gäldenären om att fordran har överlåtit, s.k. *denuntiation*. Underrättelsen innebär att förfoganderätten över fordringen förflyttas från överlåtaren till förvärvaren samt att överlåtaren mister rådigheten över fordringen. Underrättelsen innebär också att överlåtaren mister sin s.k. passiva legitimation d.v.s. möjligheten att gäldenären kan betala till överlåtaren med befriande verkan. I 31 § 3st SkbrL görs ett undantag från denuntiation, vad gäller borgenärsskydd vid förvärv av enkla fordringar. I de fall en hel bokföringspliktig rörelse överlåts erhålls sakrättsligt skydd redan vid överlåtelseavtalet för de fordringar som ingår i rörelsen. Undantaget gäller endast för de fall då det är fråga om en definitiv avhändelse av rörelsen. I övrigt krävs det vid värdepapperisering av enkla fordringar att varje gäldenär underrättas.<sup>149</sup>

För att sakrättsligt skydd skall uppnås krävs det att en verklig underrättelse faktiskt sker. Det är inte tillräckligt att gäldenären får kännedom om överlåtelsen på annat sätt. Denuntiationen skall innebära att gäldenären

---

<sup>147</sup> Rodhe K., *Handbok i sakrätt*, s. 12 ff., Håstad T., *Sakrätt avseende lös egendom*, s. 16

<sup>148</sup> Hessler H., *Allmän sakrätt*, s. 85

<sup>149</sup> Mellqvist M. & Persson P., *Fordran och Skulds*, s. 186 ff.

underrättas om transaktionen. I NJA 1977 s. 20 ansågs inte ett meddelande på en faktura med i vilket gäldenären uppmanades att betala till förvärvaren vara tillräckligt för att kravet på denuntiation skulle vara uppfyllt. I NJA 1943 s. 399 anmodade en överlåtare gäldenären att istället betala till en bank och begärde bekräftelse på att betalning skulle ske till banken. I detta fall ansågs kravet på denuntiation vara uppfyllt särskilt då brevet skrivelsen kom från banken och att bekräftelse krävdes. Det finns inte några formkrav på denuntiationen, denuntiationen kan därmed ske muntligen. Ur bevishänseende rekommenderas dock att denuntiation sker skriftligen och med krav på bekräftelse. Denuntiationen kan ske både av förvärvaren och av överlåtaren.<sup>150</sup>

Denuntiationen skall ha kommit gäldenären *till handa* för att sakrättsligt skydd skall inträda. Innebörden av uttrycket komma till handa kan variera efter situationen men riktpunkten för tolkningen är att den skall ha ”framkommit till adressaten på ett sådant sätt, att denne är i tillfälle att omedelbart taga del av förklaringens innehåll”. Det krävs inte att adressaten tagit del av den utan enbart att den är tillgänglig för honom eller har mottagits av honom eller av behörig representant. Anledningen till att rättsverkningarna är knutna till denna tidpunkt är att en gäldenär inte skall undandra sig rättsverkningarna genom att underlåta att ta del av en handling.<sup>151</sup>

När det gäller värdepapperisering av konsumentkrediter krävs det enligt motiven till konsumentköplagen att överlåtaren mycket tydligt måste ange att konsumenten inte längre skall betala till överlåtaren utan till förvärvaren av fordringen. I annat fall kan en konsument fortsätta att betala till överlåtaren med befriande verkan. Ur sakrättslig synpunkt krävs det således mycket tydlig information till en konsument i samband med värdepapperisering.<sup>152</sup>

Ett centralt krav för att sakrättsligt skydd skall inträda är att en rådighetsinskränkning verkligen sker. I NJA 1996 s. 52 pantförskrevs ett löpande skuldebrev till säkerhet för ett lån men lämnades i en depå på ett sådant vis att pantsättaren behöll rådigheten över panten. Därmed ansågs inte sakrättsligt ha uppkommit. Detta kan innebära problem vid värdepapperisering eftersom originatorn vanligen är den som har hand om administrationen i specialföretaget och således har rådighet över tillgångarna. Fallet behandlar emellertid ett löpande skuldebrev. I NJA 1995 s. 367 överlät ett finansbolag, som bedrev leasingverksamhet, ett antal leasingobjekt med tillhörande leasingavtal och åtog sig att fortsätta administrationen av avtalen. Då finansbolaget försattes i konkurs uppstod frågan om överlåtelsen kunde anses verksam mot bolagets borgenärer. Överlåtelsen ansågs i detta fall verksam mot överlåtarens borgenärer trots att underrättelsen till leasingkunderna hade haft innebörden att kunden vid

---

<sup>150</sup> Rodhe K., *Sakrätt*, s. 57, Håstad T., *Sakrätt*, s. 256 NJA 1977 s. 20, NJA 1943 s. 399

<sup>151</sup> Adlercreutz A., *Avtalsrätt I*, s. 54, Mellquist M. & Persson P., *Fordran och Skuld*, s. 186 ff.

<sup>152</sup> Prop. 1991/92:83, *Konsumentkreditlag*, s. 127

leasingtidens slut hade rätt att återlämna egendomen till bolaget såsom administratör för förvärvaren. Eftersom originatorn vanligen är den som är administrator vid värdepapperiseringen är det också av yttersta vikt att de medel som tillhör specialföretaget hålls åtskilda från originatorns övriga tillgångar för att specialföretaget skall ha möjlighet att ha separationsrätt vid en eventuell konkurs hos originatorn. Enligt Lag (1944:181) om redovisningsmedel skall medel som mottas för annan med redovisningsskyldighet avskiljas och hållas avskilda för att separationsrätt skall föreligga. Vid en värdepapperisering torde det vara tillräckligt att specialföretagets medel sätts in på en särskild räkning för att de skall anses vara åtskilda.<sup>153</sup>

Vid värdepapperisering av krediter baseras obligationerna på värdet av ett kassaflöde som ännu inte har inkommit till specialföretaget. En fråga som uppkommer är därför om det sakrättsliga skyddet kan anses ha inträtt för de intäkter som ännu inte har inkommit till specialföretaget, den s.k. intjänandeprincipen. Detta är särskilt viktigt vid värdepapperisering av olika sorters kontrakt, t.ex. leasingfordringar och entreprenadkontrakt. I praxis har frågan om sakrättsligt skydd av framtida förfallande fordringar behandlas. I NJA 1973 s. 635 träffade en åkeriägare avtal med en skogsägarförening om transporter. Åkeriägaren pantsatte sina framtida intäkter till följd av avtalet till förmån för en av sina borgenärer. Föreningen denuntierades om överlåtelsen. HD besvarade frågan om pantsättingens giltighet med att pantsättning inte kan anses ha inträtt förrän tillgodohavandena intjänats. Fallet bör enligt Wallin behandlas med försiktighet och inte bör utan vidare kan tillämpas på avtalsförhållanden som inte innebär en framtida arbetsskyldighet.<sup>154</sup> Håstad anser att när det inte är fråga om konkurs utan om utmätning och det är någorlunda sannolikt att fullbordan av avtalet kommer att ske kan det ifrågasättas om inte företräde bör ges till rättighetsinnehavaren.<sup>155</sup>

I de lagförarbeten om värdepapperisering som finns behandlades frågan om sakrättsligt skydd för enkla skuldebrev och andra enkla fordringar. Det påpekas att värdepapperisering innebär att en stor mängd fordringar överläts vilket kan leda till praktiska problem men att det vid en eventuell tvist torde det åligga förvärvaren, specialföretaget, att visa att gäldenären verkligen har underättats. För att vara på den säkra sidan torde därför specialföretaget behöva någon form av bekräftelse från gäldenären om att denne har underrättats om överlåtelsen. Några förändringar av de existerande reglerna för att erhålla sakrättsligt skydd vid överlåtelse av enkla skuldebrev övervägdes inte i samband med lagändringen.<sup>156</sup>

I samband med lagändringen i syfte att underlätta för värdepapperisering infördes en ändring i skuldebrevslagen för att underlätta för värdepapperisering av löpande skuldebrev. När det gäller löpande

---

<sup>153</sup> Håstad T., Sakrätt, s. 168 f. NJA 1996 s. 52, NJA 1995 s. 367

<sup>154</sup> Wallin G., *Panträtt*, s. 196

<sup>155</sup> NJA 1973 s. 635, Håstad T., *Studier i sakrätt*, s. 143 f.

<sup>156</sup> Ds 1998:71, *Bättre förutsättningar för värdepapperisering*, s. 101

skuldebrev är förvärvaren enligt 22 § SkbrL skyddad mot överlåtarens borgenärer om han före konkursen eller utmätningen får skuldebrevet i sin besittning i enlighet med traditionsprincipen. Om skuldebrevet finns hos tredje man uppkommer skydd när den som har hand om skuldebrevet denuntieras om överlåtelsen. Det finns undantag från kravet på tradition i 22 § 2 st SkbrL. I de fall bank eller andra institut säljer löpande skuldebrev medför redan överlåtelseavtalet att förvärvaren erhåller sakrättsligt skydd.<sup>157</sup>

Undantaget gällde från början endast överlåtelse av löpande skuldebrev från banker. Bestämmelsen utvidgades 1992 till att även gälla värdepappersinstitut. 2001 utvidgades bestämmelsen till att även gälla kreditmarknadsföretag. Lagändringen medförde inte några ytterligare förändringar med avseende på de sakrättsliga aspekterna av värdepapperisering. Bestämmelsen infördes i syfte att underlätta för värdepapperisering av fastighetskrediter som vanligen utgörs av löpande skuldebrev. En värdepapperisering av fastighetskrediter kan omfatta tiotusentals löpande skuldebrev. Vid en värdepapperisering skulle det vara problematiskt att överlämna alla dessa till specialföretaget eftersom originatorn har behov att ha tillgång till dem för att kunna fungera som service företag.<sup>158</sup>

I de fall då de löpande krediterna inte omfattas av bestämmelsen i 22 § 2 st. SkbrL måste tradition av de löpande skuldebreven ske. Det kan innebära problem ur sakrättsligt hänseende då den som administrerar skuldebreven i regel behöver ha tillgång till dem för att ombesörja indrivning, gäldenärsbyten etc. Eftersom administratören oftast är originatorn uppstår därmed frågan om besittningsövergång kan anses ha skett. Det finns en möjlighet att sakrättsligt skydd kan inträda vid en tillfällig besittningsövergång; skuldebreven kan därmed överföras till specialföretaget för en tid med syfte att senare lämna dem i administratörens vård. En tillfällig besittnings övergång har godkänts i praxis i NJA 1958 s. 422 då en besittningsövergång skett av misstag och i NJA 1956 s. 455 då besittningsövergången skedde med visst syfte.<sup>159</sup>

## 6.2.2 Sakrättsligt skydd för fast egendom, lösöre och andra egendomstyper

Vid köp av fast egendom skyddas köparen mot säljarens borgenärer redan vid avtalet. Tidpunkten för ansökan om lagfart har dock mycket stor betydelse när det gäller att fastställa vem som skall anses som ägare i händelse av att det finns flera som konkurrerar om äganderätten till

---

<sup>157</sup> Prop. 2000/01:19, *Bättre förutsättningar för värdepapperisering*, s. 23 ff., Mellqvist M. & Persson P., *Fordran och Skuld*, s. 185 ff.

<sup>158</sup> Prop. 2000/01:19, *Bättre förutsättningar för värdepapperisering*, s. 23 f.

<sup>159</sup> Nydrén B., *Om kreditrisker och juridiska risker vid s.k. värdepapperisering*, s. 237, NJA 1956 s. 455, NJA 1958 s. 422

egendomen. Dagen för ansökan om lagfart är även viktig när det gäller att avgöra tidpunkten för återvinning.<sup>160</sup>

När det gäller lös egendom är huvudregeln att tradition måste ske för att uppnå sakrättsligt skydd mot överlåtarens borgenärer. Kravet på tradition är emellertid inte absolut; köparen kan alternativt låta registrera köpet enligt lösöreköplagen, lag (1845:50 s. 1) om handel med lösören, som köparen låter i säljarens vård kvarbliva. Lagen är inte tillämplig om lösöret finns hos tredje man, istället tillämpas denuntiation som sakrättsligt moment enligt 31 § SkbrL. Registrering enligt lösöresköplagen ger dock inte köparen företräde framför den som har företagshypotek i säljarens rörelse. Lösöresköplagen är endast tillämplig på lösöre vilket har skapat problem när det gäller annan lös egendom.<sup>161</sup>

När det gäller byggnad på annans grund, som inte är lösöre utan en fast sak som inte är en fastighet, har HD i fallet 1952 s 407 fastslagit att sakrättsligt skydd uppkommer redan genom avtalet. När det gäller samäganderätt i lösöre erhöles det sakrättsliga skyddet tidigare genom avtalet. Detta förändrades genom fallet NJA 1987 s 3 där HD fastslog att en besittningsförändring borde ha ägt rum för att sakrättsligt skydd skulle uppnås.<sup>162</sup>

Sakrättsligt skydd för skepp eller skeppsbygge uppkommer genom ansökning om inskrivning av förvärvet i fartygsregistret. Båtar och mindre fartyg är lösöre och registreras enligt lösöresköplagen eller så tillämpas traditionsprincipen. Rättsläget är oklart när det gäller luftfartyg. De är lösöre men panträttuppkommer genom inskrivning vilket har fått till resultat att det är osäkert om traditionsprincipen och lösöresköplagen fortfarande kan användas för att skapa sakrättsligt skydd.<sup>163</sup>

Sakrättsligt skydd för bostadsrätter uppkommer genom denuntiation till bostadsrättsföreningen i enlighet med NJA 1971 s 66 där köparen av en bostadsrätt inte uppnådde sakrättsligt skydd då föreningen inte hade denuntierats. Håstad anser att samma princip torde gälla vid överlåtelse av andel i ekonomisk förening och sannolikt också vid överlåtelse av andel i handelsbolag. Sakrättsligt skydd för förvärv av andel i dödsbo uppkommer genom underrättelse till dödsboet. Vid immaterialrätter uppkommer sakrättsligt skydd vid avtalet.<sup>164</sup>

## 6.3 Säkerhetsöverlåtelse

Den vanligaste strukturen vid värdepapperisering innebär att tillgångarna överläts till ett specialföretag men administreras av originatorn. Det är inte

---

<sup>160</sup> Håstad T., *Sakrätt i lös egendom*, s. 107, Lennander G., *Återvinning i konkurs*, s. 72

<sup>161</sup> Håstad T., *Sakrätt i lös egendom*, s. 249

<sup>162</sup> Hessler H., *Allmän sakrätt*, s. 133, Håstad T., *Sakrätt i lös egendom*, s. 107 ff.

<sup>163</sup> Håstad T., *Sakrätt i lösegendom*, s. 251 f.

<sup>164</sup> Håstad., *Sakrätt i lös egendom*, s. 265 f.



heller ovanligt att det finns avtal om återköp av tillgången vid värdepapperiseringens slut samt att en stor del av vinsten med transaktionen tillkommer originatorn. Konstruktionen framstår som ett mellanting mellan ett köp och pantsättning. Strukturen på en värdepapperisering är ofta sådan att den kan komma att betraktas som en säkerhetsöverlåtelse. En säkerhetsöverlåtelse är ett avtal som rubriceras som köp men som egentligen är ett lån med den överlåtna egendomen som säkerhet d.v.s. egentligen en pantsättning. Innebörden av en säkerhetsöverlåtelse är att något som ser ut att egentligen vara ett köp egentligen är ett finansiellt arrangemang där egendom säljs mot en del av den totala köpeskillingen med en underförstådd rätt att säljaren skall återfå egendomen när lånet betalats tillbaka. Äganderätten till egendomen övergår formellt sett men avsikten är inte att köparen av säkerheten skall bli ägare utan tillgången skall återlämnas då förpliktelsen infrias. Syftet med transaktionen är det samma som vid pantsättning även om formen är överlåtelse.<sup>165</sup>

Syftet med att använda sig av en säkerhetsöverlåtelse istället för en pantsättning kan vara att man vill uppnå billigare likvidanskaffning utan att en pantsättning föreligger utåt sett. Det är vanligt att egendomen finns kvar i säljarens besittning även efter överlåtelsen vilket kan innebära att förvärvaren inte uppnår sakrättsligt skydd och således inte heller har separationsrätt till egendomen i händelse av överlåtarens konkurs. Vid säkerhetsöverlåtelse av lösöre finns det en möjlighet att kringgå kravet på tradition genom att köparen istället låter registrera köpet enligt lösöresköplagen. Uppfattningen var länge att lösöresköplagen endast var tillämpliga på omsättningsöverlåtelser men på grund av svårigheterna att skilja mellan omsättningsöverlåtelser och säkerhetsöverlåtelser har det i praxis fastslagits att lösöresköplagen är tillämplig även på säkerhetsöverlåtelser.<sup>166</sup>

För att uppnå sakrättsligt skydd för en säkerhetsöverlåtelse av fordringar tillämpas samma krav som vid köp enligt 10 § SkbrL som anger att samma regler gäller beträffande pantsättning. När det gäller byggnad på annans grund ansågs i NJA 1952 s 407 överlåtelseavtalet vara tillräckligt för att uppnå sakrättsligt skydd vid fastän att man i det fallet hade visat att överlåtelsen egentligen var en förtäckt pantförskrivning.<sup>167</sup>

En transaktion kan endast komma att betraktas som en säkerhetsöverlåtelse om avtalet har formen av ett köpeavtal. Ett avtal som innehåller panträttslig terminologi innebär pantsättning och inte säkerhetsöverlåtelse. En faktor som kan vara avgörande för att transaktionen skall komma att betraktas som en säkerhetsöverlåtelse är förekomsten av en klausul i avtalet som ger

---

<sup>165</sup> Håstad T., *Sakrätt i lös egendom*, s. 207, Ds 1998:71, *Bättre förutsättningar för värdepapperisering*, s. 71 f.

<sup>166</sup> Håstad T., *Sakrätt avseende lös egendom*, s. 213 -217, Walin G., *Panträtt*, s. 34, NJA 1912 s 156, Bergström S., *Säkerhetsöverlåtelsen – en ovälkommen gäst*, s. 340

<sup>167</sup> Håstad T., *Sakrätt avseende lös egendom*, s. 311, Vid reguljär pantsättning av en byggnad på annans grund uppkommer däremot inte skyddet redan genom avtalet i enlighet NJA 1954 s 455

överlåtaren en rätt att köpa tillbaka tillgången s.k. återlösningsrätt. I de fall som det inte finns någon uttrycklig klausul om återlösningsrätt kan det ändå vara så att återlösningsrätten är underförstådd eller förutsatt av parterna. Även en sådan underförstådd återlösningsrätt kan innebära att transaktionen kan ses som en säkerhetsöverlåtelse. I en värdepapperisering är det vanligt förekommande att originatorn har en option som ger en rättighet att återköpa tillgången. Det är också vanligt att tillgångarna återköps vid värdepapperiseringens upphörande. Förekomsten av återlösningsrätt innebär dock inte ensamt att transaktionen skall komma att betraktas som en säkerhetsöverlåtelse. Syftet med överlåtelsen är också av betydelse. Hänsyn skall tas till om egendomen har överlåtits för "egendomens egen skull" och inte till säkerhet för en förpliktelse. Då syftet med en överföringen av tillgångarna till ett specialföretag inte är att de skall utgöra säkerhet för en förpliktelse talar detta för en värdepapperisering inte bör anses utgöra en säkerhetsöverlåtelse. En annan faktor som kan ha betydelse när det gäller att avgöra om transaktionen skall anses vara en säkerhetsöverlåtelse eller en omsättningsöverlåtelse är vem som bär kreditrisken i transaktionen. I NJA 1977 s 20 överläts fakturafordringar till en bank. Då överlåtaren erlade ränta, ombesörjde kravverksamhet samt under vissa förhållanden var skyldig att återlösa fakturorna ansågs transaktionen ha så stora likheter med pantsättning så att fakturorna kunde återvinnas i enlighet med konkurslagens regler om återvinning av pant.<sup>168</sup>

Om en värdepapperisering skulle komma att betraktas som en säkerhetsöverlåtelse är i många delar syftet med värdepapperiseringen inte uppfyllt vilket skulle få mycket negativa konsekvenser för originatorn. I de fall som sakrättsligt skydd inte uppnås för egendomen i specialföretaget faller hela transaktionen. I de fall sakrättsligt skydd uppnås kan strukturen orsaka negativa effekter på originatorns övriga upplåning. På den internationella marknaden sker upplåning i allmänhet utan ställande av säkerhet. I stället tecknas negativförpliktelse. Negativa förpliktelser kan utformas på olika sätt och med varierande grad av precision. Syftet med negativa klausuler i låneavtal är att de ger kreditgivaren en avtalad rätt att kontrollera en låntagares finansiella situation t.ex. genom att förhindra en låntagare att ta upp en vidare kredittagning, avhända sig tillgångar under markandspris och liknande förfaranden. Vanligen att innehåller negativförpliktelser ett åtagande att inte ställa säkerhet i förhållande till andra kreditgivare. Ett brott mot ett sådant åtagande innebär ett avtalsbrott som kan vara uppsägningsgrundande. Den sakrättsligt giltiga säkerhetsöverlåtelsen skulle således riskera att medföra att originatorns låneavtal kan sägas upp. Lånekontrakten innehåller dessutom vanligen också s.k. *cross-default-bestämmelser*, som innebär att ett avtalsbrott mot en långivare kan ge alla andra långivare rätt att säga upp avtalet.<sup>169</sup>

---

<sup>168</sup> Karlgren H., *Säkerhetsöverlåtelse enligt svensk rättspraxis*, s. 27 ff., NJA 1977 20

<sup>169</sup> Ds 1998:71, *Bättre förutsättningar för värdepapperisering*, s. 72 samt Deacon S., *Global Securitisation and CDOs*, s. 41, Gorton L., *Negativa förpliktelser i finansiella avtal*, i, *Festskrift till Bernhard Gomard*, s. 135

I motiven påtalades det att det finns en viss risk för att en fordringsöverlåtelse inom ramen för värdepapperisering kan komma att betraktas som en säkerhetsöverlåtelse. Det ansågs inte att skäl hade framkommit för att införa särskilda lagregler om säkerhetsöverlåtelse i det här sammanhanget utan det i stället bör ankomma på parterna att strukturera transaktionen så att oönskade effekter av detta slag undviks.<sup>170</sup>

## 6.4 Återvinning

Återvinningsreglerna riktar sig mot handlingar som en gäldenär har företagit inom en viss tid före konkursen och ger möjlighet för en konkursförvaltare att få en återgång av vissa rättshandlingar som har varit till skada för borgenärerna. I detta fall är det fråga om rättshandlingar som är både obligationsrättsligt och sakrättsligt giltiga. Den ursprungliga funktionen med konkursen är att, i de fall som gäldenärens tillgångar inte räcker till för att betala alla borgenärer skall tillgångarna fördelas lika enligt vissa regler. Kampen om konkursgäldenärens tillgångar börjar oftast redan vid den tidpunkt då gäldenären börjar att hamna i ekonomiska svårigheter. Återvinningen ger därmed en möjlighet att komma åt de handlingar som gäldenären företagit innan konkursen, så att rättshandlingen kan bringas åter i syftet att skydda borgenärskollektivet. Tidsrymden inom vilken en rättshandling kan återvinnas fastställs utifrån den s.k. *fristdagen* som bestämmer när återvinningsfristen börjar löpa. I första hand fastställs fristdagen till den dag då ansökan om konkurs inkom. I de fall som konkursen föregås av ett ackordsförfarande förläggs istället fristdagen till den dag då ansökan om godmansförordnande gjordes. Tidsrymden för fristerna är beroende av dels vilken slags rättshandling det är fråga om och dels till vem den riktar sig mot. I de fall rättshandlingen riktar sig mot en närstående är vanligen fristen längre än om rättshandlingen till en utomstående. Avgörande för när en handling skall anses utförd är tidpunkten då sakrättsligt skydd uppnåddes. En förutsättning för att en rättshandling skall kunna återvinnas är att den skall ha varit till nackdel för borgenärerna i konkursen. Med nackdel avses att gäldenärens ekonomiska ställning har försämrats. Detta behöver inte innebära att den ekonomiska ställningen totalt sett skall ha förändrats utan det är fullt tillräckligt att den innebär försämring för en borgenär. Risken för att tillgångarna i specialföretaget kan komma att återvinnas i de fall då transaktionen innebär att originatorn får betalning motsvarande marknadsvärdet torde därmed inte vara särskilt stor.<sup>171</sup>

En fråga som uppkommer när det gäller frågan om återvinning av specialföretagets tillgångar kan ske är om specialföretaget kan anses vara närstående till originatorn enligt konkurslagen (1987:672). Närstående till juridiska personer, originatorn är med största sannolikhet en juridisk person, är den som har en väsentlig gemenskap med den juridiska personen som

---

<sup>170</sup> Prop. 2000/01:19, *Bättre förutsättningar för värdepapperisering*, s. 26

<sup>171</sup> Lennander G., *Återvinning i konkurs*, s. 16 – 19, 66 – 70, 82 – 85, Mellqvist M., *Obeståndsrätten*, s. 74 f.

grundar sig antingen på andelar eller på *väsentlig ekonomisk gemenskap* 4 kap. 3 § 1 p. KonkL. För att värdepapperisering utanför balansräkningen skall vara möjlig krävs det att originatorn inte äger andelar i specialföretaget; frågan är därför om det föreligger väsentlig ekonomisk gemenskap. Väsentlig ekonomisk gemenskap föreligger i de fall då de båda företagen har haft del i gäldenärens vinst och förlust. Det förefaller inte osannolikt att specialföretaget kan komma att betraktas som närstående på denna grund. En annan grund för att specialföretaget kan komma att betraktas som närstående i originatorns konkurs är att originatorn med största sannolikhet har ett stort inflytande på den verksamhet som specialföretaget bedriver 4 kap 3 § 3 p. KonkL.<sup>172</sup>

I de fall som överlåtelsen till ett specialföretag skulle komma att anses som en säkerhetsöverlåtelse kan överlåtelsen återvinnas enligt konkurslagen (KonkL) 4 kap.12 §. Återvinning kan i det avseendet ske av säkerhet som överlämnats senare än tre månader före fristdagen, om den inte var betingad vid skuldens tillkomst eller inte har överlämnats utan dröjsmål efter skuldens tillkomst. I de fall då specialföretaget anses som närstående är fristen i stället två år.<sup>173</sup>

I andra fall finns det förutsättningar för återvinning enligt 4 kap. 5 § KonkL, *actio paulina*. Denna bestämmelse medger återvinning i de fall då en rättshandling har gynnat en borgenär på ett otillbörligt sätt om gäldenären var på obestånd eller blev på obestånd genom rättshandlingen och att motparten kände till eller borde ha känt till obeståndet som gjorde rättshandlingen otillbörlig. Fristen är i detta fall fem år men är i princip obegränsad för de fall då motparten är en närstående.<sup>174</sup>

---

<sup>172</sup> Lennander G., *Återvinning i konkurs*, s. 75 ff.

<sup>173</sup> Wallin G., *Materiell konkursrätt*, s. 197 f.

<sup>174</sup> Wallin G., *Materiellkonkursrätt*, s. 152 ff., Mellqvist M., *Obeståndsrätten*, s. 75

## 7 Slutsats

Värdepapperisering är en finansieringsform som kräver en aktiv och noggrann strukturering. När det gäller att bedöma förutsättningarna för att genomföra en värdepapperisering finns det många frågor och problem att diskutera.

Den svenska marknaden för värdepapperiseringen är för närvarande inte särskilt omfattande. Det kan bero på ett flertal olika faktorer. Svenska företag verkar för närvarande inte vara så intresserade av att använda sig av värdepapperisering för sin finansiering. Däremot verkar intresset för de säkerställda obligationerna vara betydligt större. Säkerställda obligationer påminner mycket om värdepapperisering eftersom en särskild tillgångsmassa öronmärks för att fungera som säkerhet för obligationerna. De säkerställda obligationerna kan placeras in i en gråzon mellan den mer specialiserade formen av värdepapperisering med ett specialföretag och företagsobligationer. Även om värdepapperisering inte är särskilt aktuellt på den svenska marknaden just nu innebär det inte att värdepapperisering inte kommer att vara ett finansieringsalternativ i framtiden. Förändringar på marknaden och lagändringar kan innebära stora förändringar i behovet och formerna för finansiering, vilket kan innebära att företagen börjar att använda sig av värdepapperisering som finansieringskälla.

Kommer värdepapperisering då att ske via ett specialföretag i Sverige? Det som talar för att använda sig av ett svenskt specialföretag är att det skulle kunna förbilliga transaktionen, eftersom man enbart behöver anlita svenska jurister och revisorer. Men frågan är om det finns tillräckligt bra förutsättningar för att genomföra värdepapperisering i Sverige. I intervjuerna framkommer det flera skäl till att värdepapperisering inte genomförs i Sverige. Ett av de största problemen med att genomföra värdepapperisering med ett svenskt specialföretag verkar vara att undantaget från lagen om finansieringsverksamhet är alldeles för snävt tilltaget. Begränsningen till att endast omfatta ”enstaka förvärv av fordringar” innebär att det endast är lönsamt att genomföra värdepapperisering med ett svenskt specialföretag i de fall då värdepapperiseringen omfattar fordringar med mycket lång löptid eftersom man i en värdepapperisering av fordringar med kortare löptid måste köpa upp nya fordringar kontinuerligt för att transaktionen skall fungera. Begränsningen till ”enstaka förvärv” innebär också att det inte är möjligt att genomföra värdepapperisering med s.k. *conduits*, vilket bidrar till att förbilliga värdepapperiseringen.

Det finns ännu inte några riktlinjer för hur en svensk värdepapperiseringsstruktur skulle komma att se ut. I motiven till lagändringen framkommer endast förslaget om att specialföretaget kan ägas av en stiftelse. Strukturen skulle i så fall påminna om den struktur som används i England och i USA. Det som eventuellt skulle kunna bli problematiskt är kraven på varaktighet i stiftelselagen. Det är ovisst hur

länge ändamålet för stiftelsen skall bestå men man bör i alla fall räkna med att den skall vara i minst fem, sex år, vilket kan komma i konflikt med begränsningen på att fordringar endast får inför förvärvas vid enstaka tillfällen. För att stiftelseformen skall kunna utnyttjas för ägande av specialföretaget krävs det därmed att specialföretaget förvärvar fordringar med lång löptid. En möjlighet skulle kunna vara att en stiftelse kan vara ägare av flera specialföretag med kortare livslängd.

Värdepapperisering kan enligt undantaget också ske genom att specialföretaget utgörs av en ekonomisk förening. Den typen av struktur skulle i så fall snarare kunna påminna om den struktur som används i Spanien och Frankrike, där man låter investerare köpa andelar i en fond, till vilken tillgångarna överförs från originatorn. Det finns dock inte några riktlinjer för hur en sådan transaktion skulle kunna struktureras. Den franska lagen som möjliggör för värdepapperisering med franska specialföretag innehåller en klar reglering för hur strukturen skall se ut.

Frågan om överlåtelse till specialföretaget har många aspekter. De befintliga reglerna för fordringsöverlåtelser verkar fungera utmärkt vid värdepapperisering. När det gäller det sakrättsliga skyddet för enkla fordringar krävs det däremot att specialföretaget skall kunna bevisa att gäldenären har underättats om överlåtelsen. I de fall ett löpande skuldebrev överläts av en originator som inte är ett kreditmarknadsföretag, bank eller värdepappersinstitut kan det bli problematiskt att uppnå sakrättsligt skydd eftersom tradition krävs. Problemet är nog inte särskilt stort eftersom de vanligaste löpande skuldebrev, fastighetskrediterna, omfattas av undantaget i 22 § 2 st. skuldebrevslagen.

Ett problem vid överlåtelse till specialföretaget som kan komma att få omfattande konsekvenser i en värdepapperisering är om specialföretaget utför annan tillståndspliktig verksamhet, vilket skulle innebära krav på tillstånd från finansinspektionen samt kapitaltäckning. Problemet har uppmärksamats när det gäller bostads- och fastighetskrediter som kan vara föremål för gäldenärsbyte och omförhandling av krediten. För att vara på den säkra sidan bör därför krediter som riskerar att bli föremål för sådan prövning inte värdepapperiseras.

När det gäller risken för att tillgångarna kan återvinnas från specialföretaget är nog inte denna särskilt stor. Det är dock mycket viktigt att se till att värdepapperiseringen struktureras så att kreditrisken verkligen går över till specialföretaget och att originatorn inte på något vis riskerar att konsolideras med specialföretaget.

Frågan om när originatorn inte längre behöver ha kapitaltäckning för de överförda tillgångarna och när dessa inte längre behöver tas upp på originatorns balansräkning är närbesläktad med frågan om hur en värdepapperisering bör struktureras för att undvika att bli betraktad som säkerhetsöverlåtelse. Det viktiga i frågan är att kreditrisken verkligen skall ha gått över från originatorn till specialföretaget. De nya

kapitalskyddsreglerna, Basel II, sätter upp höga krav för hur en värdepapperisering skall struktureras för att kapitaltäckning inte längre skall krävas. Det är mycket viktigt att risken verkligen går över, och att originatorn inte har några åtaganden som grundar sig på obligationerna. Återköp av tillgångarna kommer inte heller att tillåtas. Sammantaget så innebär det vid en värdepapperisering att det antagligen inte finns någon risk för att strukturen kan komma att betecknas som en säkerhetsöverlåtelse så längre de regler som finns gällande redovisning och kapitalskydd följs.

Sammanfattningsvis finner jag att det finns förutsättningar att genomföra en värdepapperisering i Sverige, men att de skulle kunna förbättras. Det som utgör det största problemet är att det finns stor risk att specialföretaget kan komma att anses vara ett kreditinstitut. De andra problemen kan man undkomma genom att vara noggrann vid utformningen av strukturen. Undantaget i lagen om finansieringsverksamhet måste utvidgas till att omfatta ett mycket större antal förvärv, för att det skall vara någon idé att genomföra värdepapperisering i större utsträckning. Det finns dock flera anledningar som talar för att värdepapperisering även i fortsättningen kommer att ske via specialföretag i utlandet. De svenska möjligheterna att utforma strukturen i en värdepapperisering saknar en del finesser som den engelska och amerikanska har. En trust innebär helt andra möjligheter vid utformningen av strukturen. Utav skattemässiga skäl är det också vanligen mer fördelaktigt att utföra värdepapperiseringen med ett specialföretag i utlandet.

# Bilaga A Intervjuer

( Intervjupersonernas svar har sammanställts)

## **Hur ser marknaden för värdepapperisering ut i Sverige idag?**

Intervjupersonerna påtalar att den svenska marknaden för värdepapperisering inte är särskilt stor. Marknaden har alltid varit trög och har aldrig kommit igång på riktigt. Bostadslån som är mycket vanligt att värdepapperisera utomlands har endast varit föremål för värdepapperisering av ett fåtal bolåneinstitut. Bolåneinstituten är väldigt intresserade av de nya säkerställda obligationerna och även investerarna tycker att de är bra. Dessa har ännu inte prövats.

## **Vilken kategori av företag väljer att genomföra en värdepapperisering?**

Företag som har problem med sin balansräkning eller företag som har ett begränsat eget kapital.

## **Varför sker det inte fler värdepapperiseringar?**

Bolåneinstituten, med få undantag, är inte intresserade av att använda sig av värdepapperisering. När det gäller värdepapperisering av kreditkortsfordringar som är så vanligt utomlands är detta inte intressant för den svenska marknaden eftersom det inte finns sådana fordringsstockar i Sverige. Konsumentlån ges inte via kreditkort i Sverige. Svenskar betalar av sina kreditkort löpande och några fordringsstockar uppstår aldrig.

## **Vilka trender finns det på marknaden?**

Marknaden för syntetiska strukturer är stor nu. Det verkar inte som om det förekommer i någon större utsträckning i Sverige.

## **Vad finns det för nackdelar med värdepapperisering med ett svenskt specialföretag?**

Ingen av intervjupersonerna känner till någon transaktion med ett svenskt specialföretag. Tänkbara orsaker är;

1. Skattkostnader; Ett specialföretag är ett aktiebolag som beskattas som ett svenskt aktiebolag. Detta vill företaget undvika genom att



- förlägga specialföretaget i ett land med ”bättre” skattelösningar t.ex. någon kanalö eller Irland.
2. Sverige saknar trust
  3. Den svenska lagen är för snävt utformad. Det är endast bostadsfordringar som löper på så pass lång tid för att det skall vara idé att genomföra värdepapperisering med enbart ett fåtal fordringsförvärv.
  4. Det är inte svårt att starta ett utländskt SPV
  5. De säkerställda obligationerna upplevs som ett bättre alternativ

### **Fördelar och nackdelar med att förlägga SPV i Sverige kontra utomlands?**

Det skulle vara fördelaktigt att förlägga hela transaktionen i Sverige om lagen hade varit annorlunda. Det blir billigare och enklare med enbart svensk juridik och svenska parter eftersom det är dyrt och komplicerat att anpassa sig efter anglosaxisk juridik.

# Käll- och litteraturlista

## Offentligt tryck

Betänkande 2000/01:FiU17 *Bättre förutsättningar för värdepapperisering*

Ds 1998:71 *Bättre förutsättningar för värdepapperisering*

Prop. 1991/92:83 Regeringens proposition, *Konsumentköplag*

Prop. 1993/94:9 Regeringens proposition, *Om stiftelser*

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

Prop. 2002/03:107 Regeringens proposition, *Säkerställda obligationer*

SOU 1998:160 *Reglering och tillsyn av banker och kreditmarknadsföretag*

Finansinspektionens allmänna råd om krediter i konsumentförhållanden, Finansinspektionens författningssamling (FFFS), 2000:2

Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd om värdepapperisering, Finansinspektionens författningssamling (FFFS), 2001:7

## Offentligt tryck från EU

Europaparlamentets och rådets förordning 1606/2002 av den 19 juli 2002 om tillämpning om internationella redovisningsstandarder

Kommissionens förordning (EG) nr 809/2004 av den 29 april 2004

Europaparlamentets och rådets direktiv 200/12/EG av den 20 mars 2000 om rätten att starta och driva verksamhet i ett kreditinstitut

Europaparlamentets och rådets direktiv av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otilbörlig marknadspåverkan

Rådets direktiv 2003/48 EG av den 3 juni 2003 om beskattning av inkomster i form av räntebetalningar

## Litteratur

Adlercreutz A., *Avtalsrätt I 11:e uppl.*, Studentlitteratur, Lund, 2000

Afrell L. Klahr K. & Samuelsson P., *Lärobok i kapitalmarknadsrätt*, Juristförlaget, Stockholm, 1995

Bergström S., *Säkerhetsöverlåtelsen – en ovälkommen gäst*, SvJt, Stockholm 1960

Bonsall D., *Securitisations*, Butterworths, London, 1990

Blåvarg M. & Lilja P., *Värdepapperisering en framtida finansieringsform*, Penning- och valutapolitik 3, 1998

*Dictionary of Finance and Banking 2nd ed.*, Oxford University Press, Oxford, 1997

De Hevesy S. & Sahibzada K., *Nya förutsättningar för värdepapperisering*, Ny Juridik 00:4, VJS, 2000

Deacon J., *Global Securitisation and CDOs*, John Wiley & Sons Ltd., Chichester, 2004

Hemström C., *Organisationernas rättsliga ställning 6:e uppl.*, Nordstedts Juridik AB, Göteborg, 2000

Hessler H., *Allmän sakrätt*, PA Norstedts och söners förlag, Stockholm, 1973

Håstad T., *Den nya köprätten 5:e uppl.*, Iustus Förlag, Uppsala, 2003

Håstad T., *Sakrätt avseende lös egendom 6:e uppl.*, Nordstedts Juridik, Stockholm, 1996.

Håstad T., *Studier i sakrätt*, P.A. Norstedt & söners förlag, Stockholm, 1980

Jensen U., *Panträtt i fast egendom 7:e uppl.*, Iustus förlag, Uppsala, 2004

Karlgren H., *Säkerhetsöverlåtelse enligt svensk rättspraxis*, P. A. Norstedt & söners förlag, Stockholm, 1959

Lennander G., *Återvinning i konkurs 2:a uppl.*, Norstedts Juridik, Stockholm, 1994

Malmström Å. & Agell A., *Civilrätt 19:e uppl.*, Liber ekonomi, Malmö, 2005

McLoughlin P. Rendell C., *Law of Trusts*, Macmillan, London, 1992

Mellqvist M. & Persson P., *Fordran och skuld 7:e uppl.*, Iustus Förlag, Uppsala, 2004

Mellqvist M., *Obligationsrätten. en introduktion 2:a uppl*, Norstedts Juridik AB, Stockholm, 2000

Månsson F. & Andersson P-U. (red.), *Värdepapperisering Securitisation*, Fritzes Förlag AB, Stockholm. 1995.

Mörner V. A., *Swappar – några juridiska aspekter*, Juridisk Tidskrift vid Stockholms Universitet, 1996/97, nr 3

Gorton L., *Negativa förpliktelser i finansiella avtal i Festskrift till Bernhard Gomard*, Forlaget Thomson, Köpenhamn, 2001

Gorton L.(red.), *Due diligence – Garantier och undersökning vid olika avtalstyper*, Juridiska Fakulteten vid Lunds universitet, Studentlitteratur, Lund, 2002

*Modern finansiell ekonomi*, SNS Förlag, Borås 2000

Nial H., *Svensk associationsrätt i huvuddrag 4:e uppl.*, Norstedts, Stockholm, 1988

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

Rodhe K., *Obligationsrätt*, P. A. Norstedts & Söners Förlag, Stockholm, 1956

Rodhe K., *Handbok i sakrätt*, P. A. Norstedts & Söners Förlag, Stockholm, 1985

Thorell P., *Företagens redovisning 3:e uppl*, Iustus Förlag, Uppsala, 2002

Tiberg H. & Lenhammer D., *Skuldebrev, växel och check*, Fritzes Förlag AB, Stockholm, 1995

Special Report; *Current Issues in Securitisation*, Borrows J. (ed.), Sweet & Maxwell, London, 2002

Wallin G., *Materiell konkursrätt 2:a uppl*, Norstedts Juridik, Stockholm, 1987

Wallin G., *Panträtt 2:a uppl.*, Norstedts Juridik, Stockholm, 1998

Wallin G., *Lagen om skuldebrev m.m. 2:a omarbetade uppl.*, Norstedts Juridik, Stockholm, 1977

Wood P. R., *International Loans, Bonds and Securities Regulation*, Sweet & Maxwell, London, 1995

## **Rapporter**

Finansinspektionens rapport 2002:8 DNR 02-7735-601

Finansinspektionens rapport Jan 2004 DNR 04-237-250

## **Elektroniska Källor**

<http://www.ABB.se>

<http://www.bis.org>

<http://www.di.se>

<http://www.europa.eu.int>

[http://www.foreningssparbanken.se/misc/spintab/bokslutskommunike\\_2001.pdf](http://www.foreningssparbanken.se/misc/spintab/bokslutskommunike_2001.pdf)

<http://www.sbab.se/sbab/jsp/polopoly.jsp?=157&a=366>

<http://www.sca.se>

<http://www.telia.se>

<http://www.volvofinans.se>

## **Samtal**

Anna Haidinger, Emric AB, den 7 april 2005

Percy Bargholtz, Finansinspektionen, den 7 april 2005

## **Besök**

Emric AB den 29 april 2005

# Rättsfall

NJA 1912 s 156

NJA 1943 s 399

NJA 1956 s 455

NJA 1952 s 407

NJA 1954 s 455

NJA 1958 s 422

NJA 1966 s 97

NJA 1973 s 635

NJA 1977 s 20

NJA 1996 s 52

NJA 1995 s 362

NJA 1995 s 367

NJA 1997 s 86