



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Henrik Olsson
Petra Jansson

Värdepapperiseringen – ur ett
skatterättsligt perspektiv

Examensarbete
20 poäng

Handledare
Sture Bergström

Ämnesområde
Skatterätt

Termin
HT 1998

Innehåll

1 SAMMANFATTNING	1
2 FÖRORD	2
3 FÖRKORTNINGAR	3
4 BILAGA A	5
5 LITTERATURFÖRTECKNING	67
6 RÄTTSFALLSFÖRTECKNING	68

1 Sammanfattning

<Sammanfattningstext>

2 Förord

<Förordstext>

3 Förkortningar

4. INLEDNING

4.1 BAKGRUND

De finansiella marknaderna utvecklas i en allt snabbare takt. Kännetecknande är den ökande globaliseringen och den höga innovationstakten. Nya, mer sofistikerade finansiella instrument och finansieringsformer skapas ideligen för att tillfredsställa investorernas krav på hög riskjusterad avkastning. Det är inte tillräckligt att studera det finansiella instrumentets avkastning och risk för att avgöra om det är en lönsam investering, hänsyn måste dessutom tas till beskattningen. Vanligtvis är marknaden betydligt snabbare än lagstiftaren vilket innebär att specifika skatteregler saknas för nya finansiella instrument och finansieringsformer. En ogynnsam beskattning kan medföra att instrumentet eller finansieringen inte blir lönsam.

Värdepapperisering är en förhållandevis ny finansieringsform med ursprung i USA som ännu inte fått sitt genomslag i Sverige. Lagstiftaren har varken hunnit med civilrättsligt eller skatterättsligt vilket innebär att en helsvensk värdepapperisering idag är olönsam att genomföra. Finansdepartementet utreder för närvarande de civilrättsliga förutsättningarna för värdepapperisering vilket förhoppningsvis leder till en förbättring av förutsättningarna inom kort. Däremot står det still på det skatterättsliga planet vilket gör det intressant att studera hur en värdepapperisering behandlas i dagens skattesystem.

4.2 SYFTE

Syftet med denna framställning är att redogöra för hur en värdepapperisering beskattas med nuvarande skattesystem. Eftersom ett av huvudmålen med det svenska skattesystemet är neutralitet är syftet även att undersöka om denna finansieringsform är neutralt beskattad jämfört med likvärdig finansiering.

För att kunna föreslå förändringar och ge förslag på hur värdepapperisering bör beskattas har skattereglerna i värdepapperiseringens hemland USA studerats. I USA är värdepapperisering skatterättsligt reglerat och det är därför en bra utgångspunkt för förslag till en svensk reglering.

4.3 AVGRÄNSNING

Värdepapperisering är en finansieringsform som är användbar för alla företag. Fördelarna varierar till viss del beroende på den bedrivna verksamheten men de stora skillnaderna beror snarare på vilka tillgångar som värdepapperiseras än vilken aktör som värdepapperiserar. Det är möjligt att värdepapperisera ett antal olika tillgångar vilka till viss del beskattas olika. Av utrymmesskäl ligger fokus på bostadslån med fast egendom som säkerhet.¹ Dessa fordringar är mest intressanta att studera av tre skäl. För det första är det främst dessa tillgångar som värdepapperiserats, både internationellt och nationellt. För det andra kan samtliga fördelar som en värdepapperisering erbjuder uppnås om det är dessa tillgångar som värdepapperiseras. Detta beror på att fordringar omfattas av kapitaltäckningsregler vilka tvingar aktörerna att binda upp kapital som kunde använts i andra projekt.² För det tredje är värdepapperisering av dylika fordringar skatterättsligt reglerat i USA sedan 1986.

Ytterligare en avgränsning är att endast beskattning av helsvenska värdepapperiseringar studeras. På grund av att specialbolaget riskerar att klassificeras som kreditmarknadsbolag och därmed omfattas av kapitaltäckningsreglerna har svenska aktörer, t ex Svensk Fastighetskredit i början av 1990-talet, registrerat specialbolaget på Jersey eller Irland. Beskattningen av sådan värdepapperisering blir naturligtvis annorlunda än om specialbolaget är registrerat i Sverige.

Värdepapperisering spänner över många olika ämnesområden, både vad gäller juridik och ekonomi. För att beskriva värdepapperisering måste alla dessa ämnen beröras men framställningens format medger inte en mer ingående behandling av alla frågeställningar som aktualiseras. Detta innebär att t ex redovisningsproblematik och sakrättsliga frågor endast nämns och inte utreds. Istället är fokus helt på de skatterättsliga aspekterna av värdepapperisering.

4.4 METOD

För att kunna beskriva och förklara vad värdepapperisering är har ett stort antal böcker och tidskrifter, främst amerikanska och engelska, utvärderats

¹ I fortsättningen avses med fordringar endast bostadslån med fast egendom som säkerhet.

² T ex finns inget kapitaltäckningskrav för tillgångar som fastigheter.

och jämförts. Tack vare den omfattande litteraturen ger förhoppningsvis den deskriptiva skildringen en rättvisande bild, både av de juridiska och de ekonomiska aspekterna. Då värdepapperisering är en ekonomisk företeelse och dessutom har sitt ursprung i USA är terminologin präglad av det engelska språket. Det saknas dessvärre adekvata svenska uttryck och framställningen innehåller därför en del termer som inte kunnat översättas.

Redogörelsen för den svenska beskattningen av värdepapperisering bygger på gängse juridisk metod vilket innebär att relevanta rättskällor konsulterats. Härvid bör påpekas att de skatteregler som behandlats aldrig tidigare tillämpats på ämnet varför den konkreta tolkningen av rättskällorna gjorts på egen hand. Avsnittet är därför deskriptivt i grunden men med en egen analys för tolkningsdelen.

Komparativa studier ligger till grund för avslutande analysen. Komparationen har gjorts i två avseenden. Först jämförs värdepapperisering med andra finansieringsformer i beskattningshänseende för att utröna om den nuvarande beskattningen är neutral. Sedan utnyttjas den amerikanska skatterättsliga regleringen som grund för att föreslå förändringar av svensk skatterätt. Metoden är således att använda komparativa studier för att underbygga den självständiga analysen. Även på detta område är författarna utelämnade till sina egna kunskaper och sin egen förmåga.

4.5 DISPOSITION

För att uppsatsen ska vara begriplig även för den läsare som aldrig tidigare kommit i kontakt med ämnet inleds framställningen med ett introduktionskapitel om värdepapperisering. Kapitlets syfte är att beskriva värdepapperisering i ett ekonomiskt perspektiv där de skattemässiga konsekvenserna inte alls berörs. De inblandade aktörerna presenteras, de olika momenten beskrivs och fördelarna med denna finansieringsform lyfts fram.

I kapitlet därefter beskrivs de vanligaste värdepapperiseringsstrukturerna i USA och beskattningen av dem. Utvecklingen leds av USA och där finns en skatterättslig specialreglering av värdepapperisering.

I kapitel fyra redogörs för de svenska skatteregler som tillämpas på en helsvensk värdepapperisering. Eftersom det inte finns någon specialreglering av värdepapperisering tillämpas de generella skattereglerna för varje delmoment.

I det avslutande kapitlet görs en jämförelse mellan den svenska situationen och utvecklingen som skett i USA. Därefter jämförs de båda finansieringsformerna lån och värdepapperisering. Mot bakgrund av dessa jämförelser föreslås slutligen hur värdepapperisering skulle kunna behandlas skatterättsligt de lege ferenda.

5. INTRODUKTION TILL VÄRDEPAPPERISERING

Värdepapperisering är en komplicerad finansieringsform som under 1990-talet kommit till Sverige. Att värdepapperisera innebär att man omvandlar en tillgång, t ex fastighetslån, till värdepapper. Istället för att sälja själva fastighetslånen säljer man ett värdepapper med fastighetslånen som underliggande tillgång. Värdepapprets värde är således beroende av värdet på den underliggande tillgången medan handeln med värdepappret är oberoende av själva tillgången.³ Värdepapperisering innebär dock inte bara att ompaketera tillgångar till värdepapper utan även att transaktionen utformas på ett speciellt sätt för att så många fördelar som möjligt ska uppnås, vilket kräver såväl juridisk som finansiell aktivitet. Ett viktigt led i ompakteringen är att bilda ett nytt aktiebolag som köper de tillgångar som ska värdepapperiseras. Detta bolag finansierar köpet genom att ställa ut värdepapper, varigenom tillgångarna värdepapperiseras. Vid värdepapperisering utformas oftast värdepappret som obligationer⁴ även om andra varianter är möjliga. De värdepapperiserade tillgångarna utgör sedan säkerhet för de emitterade obligationerna. Obligationerna som emitteras är utformade så att de perfekt matchar de värdepapperiserade tillgångarna med avseende på såväl räntor och löptider som valutor. Detta innebär, när allting fungerar, att in- och utbetalningarna sker i det närmaste momentant och att specialbolaget sällan har några kontanta medel i onödan.

Ett företag värdepapperiserar en del av sina tillgångar för att förbättra lönsamheten, vilket uppnås genom att finansieringen blir billigare.⁵ En av anledningarna till att finansieringen blir billigare är att värdepapprena är mer värda än fastighetslånen, d v s summan av delarna är större än den ursprungliga enheten. En annan anledning är den förbättrade diversifieringen av finansieringskällor som minskar risken att företaget behöver utnyttja en dyr finansieringskälla i brist på alternativ.

Tillgångarna som värdepapperiseras är av olika slag, men tillgångsmassan i sig är alltid homogen, dvs det är bara fråga om en sorts tillgångar som i sig är homogena. Hittills har främst fastighetslån och fastigheter värdepapperiserats, både internationellt och i Sverige.⁶ Dessa tillgångar är långtifrån de enda som kan värdepapperiseras, kanske inte heller de

³ Ett bra exempel på värdepapper är aktier. Aktiens värde är beroende av företagets värde medan handel med aktierna är oberoende av själva företaget.

⁴ En obligation är ett slags lån där utfärdaren förpliktat sig att på lösendagen betala ett fastställt lösenpris till den dåvarande innehavaren. Under löptiden betalar utfärdaren oftast ränta till innehavaren i form av en utdelning. Hur mycket utfärdaren får för obligationen beror på lösenpriset, utdelningarna och löptiden.

⁵ En mer ingående beskrivning av de olika syftena bakom en värdepapperisering följer i stycket Fördelar med värdepapperisering.

⁶ Bonsall, (Cox), *Securitisations*, 3 ff.

lämpligaste. Andra möjliga tillgångar är kreditkortsfordringar, bil- och båt lån, leasingkontrakt, försäkringspremier etc.⁷ Den viktigaste egenskapen hos en värdepapperiserad tillgång är att den genererar ett kassaflöde.⁸ Kassaflödet är nödvändigt för att kunna matcha de emitterade obligationerna, t ex för att infria räntebetalningar till obligationsinnehavarna. Vidare måste tillgångens kassaflöde kunna förutsägas med stor säkerhet, både med avseende på beloppens storlek och vid vilken tidpunkt betalningarna erläggs.⁹

Komplexiteten beror på att värdepapperisering är ett mellanting av köp och lån. Detta beror dels på att det säljande företaget (originatorn) inte helt släpper kontakten med de överlåtna tillgångarna, dels på att köpeskillingen finansieras genom att ett nybildat bolag, specialbolaget (SPV), emitterar obligationer direkt på kapitalmarknaden. I praktiken innebär det att det som ser ut som en försäljning av tillgångar egentligen kan sägas vara ett lån med tillgångarna som säkerhet. En värdepapperisering genomförs av ekonomiska skäl och inte för att uppnå juridiska fördelar. Däremot krävs det en anpassning till det som är juridiskt möjligt för att uppnå det som är ekonomiskt önskvärt.

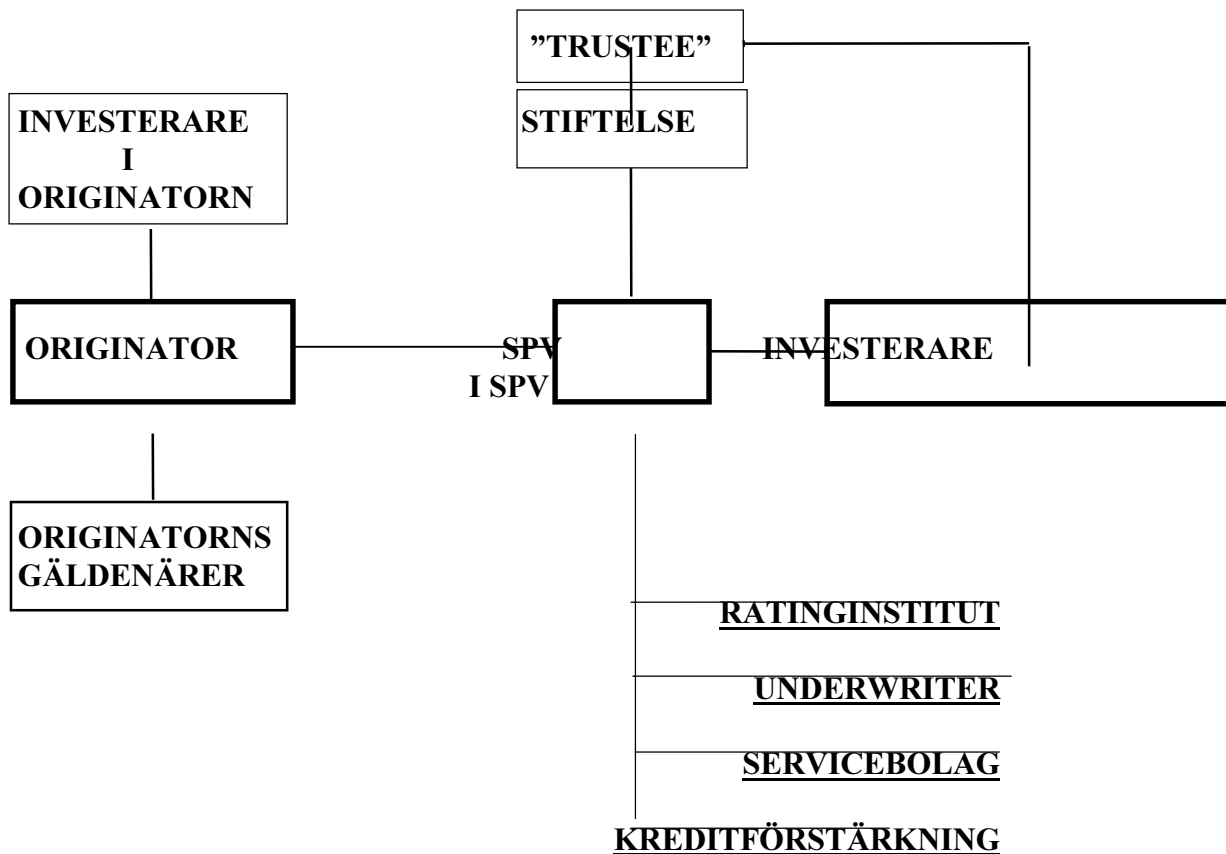
En värdepapperisering genomförs inte för att uppnå skattemässiga fördelar. Strävan är att transaktionen inte ska få några eller så få skattekonsekvenser som möjligt. För att inte komplicera den inledande beskrivningen av värdepapperisering i onödan har inledningsvis helt bortsetts från skattemässiga konsekvenser och skatterättsliga problem.

⁷ The Committee on Bankruptcy and Corporate Reorganization of The Association of the Bar of the City of New York, "*Structured Financing Techniques*", 50 *The Business Lawyer* (1995), s 532.

⁸ Bonsall (red.), (Smallman & Selby), *Securitisations*, s 242.

⁹ Bonsall (red.), (Bonsall), *Securitisations*, s 20 f.

5.1 SCHEMATISK BILD ÖVER AKTÖRERNA VID EN VÄRDEPAPPERISERING



Kommentar: Utgångspunkten för översikten är den överlåtelse av tillgångar som sker från originatorn till SPV. Denna överlåtelse påverkar investerarna i originatorn, då tillgångsmassan i en eventuell insolvenssituation blir mindre, kreditrisken ökar. Även vissa gäldenärer påverkas i formell mening, i och med att deras skulder förs över till SPV som blir ny borgenär. Specialbolagets enda uppgift är att äga de överlåtna tillgångarna och bolaget ska således inte bedriva någon verksamhet. SPV har därför ingen egen personal utan det är ett s k brevlådeföretag.¹⁰ Administrationen av in- och utbetalningar sköter istället servicebolaget.¹¹ Då SPV, av skäl som kommer att framgå, ej kan ägas av originatorn är här en stiftelse ägare till detta bolag. Eftersom de investerare som köpt de av SPV emitterade obligationerna inte kan företrädas i stiftelsen (som inte får företräda någons intressen) finns en

¹⁰ Nydrén, "Om kreditrisker och juridiska risker vid s. k. värdepapperisering", SvJT (1995), s 221-240, s 225.

¹¹ Oftast är det originatorn som anlitas som servicebolag. Anledningen är att originatorn kan erbjuda den tjänsten bäst och billigast eftersom den redan har en bra kännedom om och kontakt med gäldenärerna.

”trustee”¹² som tillvaratar investerarnas intressen gentemot SPV och originator. Slutligen krävs ytterligare aktörer för att risken i SPV-portföljen skall bedömas och minskas, och för att betalningsströmmarna skall administreras. T ex anlitas en bank för att eliminera reinvesteringsrisken.¹³ Då en del gäldenärer kommer att utnyttja möjligheten till förtida betalning måste specialbolaget kunna reinvestera de inbetalda medlen till åtminstone samma avkastning för att specialbolaget i sin tur ska kunna betala avtalad ränta till obligationsinnehavarna. Genom att teckna ett Guaranteed Investment Contract (GIC) där motparten åtar sig att alltid lämna viss avkastning på investerade medel kan specialbolaget eliminera reinvesteringsrisken. Specialbolaget brukar även ingå ett swap-avtal¹⁴ med t ex en bank för att eliminera ränte- och valutarisker.¹⁵ Dessa risker uppkommer om specialbolagets inbetalningsströmmar från gäldenärerna är i fast ränta och svenska kronor medan de emitterade obligationerna är denominerade i dollar och rörlig ränta. Vidare brukar ett avtal om likviditetsfacilitet ingås med något kreditinstitut. Innebörden av detta avtal är att kreditinstitutet tillhandahåller likvida medel om brist uppkommer hos specialbolaget när räntebetalningar ska erläggas.

Detta upplägg är den standardkonstruktion som använts när svenska företag varit inblandade. I USA används andra strukturer beroende på att amerikansk rätt är annorlunda och innehåller andra rättsfigurer. I USA finns dessutom lagstiftning, såväl civilrättslig som skatterättslig, som reglerar värdepapperisering (am-eng securitization), vilken saknas i Sverige. Eftersom den nuvarande juridiken inte är anpassad för värdepapperisering måste stor hänsyn tas till lagar och förordningar på ett flertal olika plan.

Den sakrättsliga problematiken är den mest avancerade på det juridiska planet. Sakrätten måste beaktas vid överlåtelsen av tillgångar från originatorn till specialbolaget. Obligationsrättsligt är överlåtelsen inte något problem då det är två fristående juridiska personer som gör en affär. Sakrättsligt är det mer komplicerat då originatorn och specialbolaget endast formellt är fristående från varandra. Eftersom specialbolaget inte har någon egen personal och inte får bedriva någon egen verksamhet måste administrationen av den överlåtna tillgångsmassan skötas av någon annan, servicebolaget. I praktiken är det oftast originatorn som anlitas som servicebolag då originatorn redan har en god kundkänedom och lämpliga data- och servicesystem för hanteringen av tillgångarna. För att originatorn ska kunna fullgöra administrationen av tillgångarna måste den ha tillgång till dem. Problemet är traditionsprincipen¹⁶ som gäller i svensk rätt.¹⁷ Att

¹² En trustee är en slags agent, i det här fallet för obligationsinnehavarna, och tar emot betalningar å deras räkning.

¹³ Nydrén, s 229.

¹⁴ I kapitlet Den svenska beskattningen av värdepapperisering förklaras vad en swap är och varför ett swap-avtal ingås.

¹⁵ Nydrén, s 229.

¹⁶ Håstad, *Sakrätt*, s 168 ff.

specialbolaget inte har någon personal eller något kontor gör det svårt att tradera tillgångarna och att servicebolaget (läs originatorn) dessutom behöver ha tillgång till tillgångarna för att kunna sköta administrationen av dem innebär att det är tveksamt om traderingskravet är uppfyllt.¹⁸

Associationsrättens utformning styr valet av associationsform för specialbolaget samt ägarförhållandena och maktutövningen i detta. I Sverige utgörs specialbolaget av ett aktiebolag då detta visat sig vara effektivt när stora belopp och många aktörer är inblandade. Dessutom är aktiebolaget en internationellt erkänd rättsfigur. Det är inte önskvärt att originatorn äger specialbolaget eftersom de båda bolagens balansräkningar konsolideras i vissa sammanhang.¹⁹ Att originatorn inte äger specialbolaget kan dock medföra problem vid vinsthemtagningen.²⁰ Verksamheten i specialbolaget ska inte vara vinstgivande vilket uttryckligen måste anges i bolagsordningen, ABL 12 kap 1§ 2 st. Men om syftet med bolagets verksamhet är att bereda originatorn vinst kan det ifrågasättas hur självständigt specialbolaget egentligen är, vilket har stor betydelse för om originatorn är skyldig att ha kapitaltäckning för de överlåtna fordringarna. Vem som äger specialbolaget istället beror på i vilket land det registreras i. I England, som är ett av förgrundsländerna när det gäller värdepapperisering, låter man en trust äga specialbolaget, vilket även varit fallet när svenska företag registrerat specialbolag på Jersey och Irland. Eftersom denna rättsfigur saknas i svensk rätt skapar man istället en stiftelse²¹ som blir ägare till specialbolaget. Stiftelsen är tyvärr inget perfekt substitut för en trust och inte heller en fullt ändamålsenlig lösning. I brist på bättre alternativ för att lösa problemet med att någon annan juridisk person, som är pålitlig och inte har egna motstridiga intressen, äger specialbolaget måste dock stiftelsen användas. För att bilda en stiftelse krävs²² att ett stiftelseförordnande²³

¹⁷ I anglo-saxisk rätt gäller avtalsprincipen vilken innebär att en överlåtelse blir giltig även gentemot tredje man, t ex överlåtarens borgenärer, i och med avtalet. Användandet av avtalsprincipen underlättar således genomförande av värdepapperiseringar. Håstad, s 168 ff.

¹⁸ De fordringar som överlåts vid en värdepapperisering är oftast löpande skuldebrev (2 kap 11§ skuldebrevslagen) och för dessa uttrycks traditionsprincipen i 2 kap 22§ skuldebrevslagen (1936:81).

¹⁹ Konsolidering av balansräkningar sker bl a enligt kapitaltäckningsreglerna, vilka är tillämpliga vid värdepapperisering av fordringar. För bankernas del regleras detta i bankrörelselagen (1987:617) 1 kap 11§ 1 st, samt 6 kap 1§ och 3§ i lagen (1994:2004) om kapitaltäckning och stora exponeringar för kreditinstitut och värdepappersbolag. Den senare lagen reglerar även hypoteksinstitutens situation.

²⁰ Olika former av vinsthemtagning beskrivs i kapitlet Den svenska beskattningen av värdepapperisering.

²¹ Det finns två lagar som reglerar stiftelsen: lagen (1929:116) om tillsyn av stiftelser och stiftelselagen (1994:1220). Dessa lagar innehåller mycket lite materiell juridik och därför har rättspraxis och doktrin mycket stor betydelse inom stiftelsejuridiken. Hemström, *Stiftelsernas rättsliga ställning*, s 26 f.

²² Hemström, s 15.

²³ I stiftelseförordnandet ska framgå ändamålet med stiftelsen och vilken egendom som stiftaren tillskjuter. Ändamålsbestämningen omfattar syftet, verksamhetsföremålet och destinatärskretsen. Hemström, s 13.

upprättas (stiftelselagen (SL) 1 kap 3§), en förmögenhetsdisposition²⁴ görs (SL 1 kap 2§), samt att stiftelsen förväntas ha en viss varaktighet.²⁵ I stiftelseförordnandet och stadgarna regleras hur ägandet av specialbolaget (och andra eventuella specialbolag vid nya värdepapperiseringar) ska utövas och hur överskott från specialbolaget ska fördelas. Eftersom stiftelsens ändamål inte får vara att direkt främja stiftaren ekonomiskt²⁶ är det viktigt att reglera specialbolagets verksamhet och syfte så att ett eventuellt överskott aldrig kommer till stiftelsen. Detta löses genom den ovannämnda vinsthemtagningen.

Vidare innebär det problem med maktutövningen när specialbolaget inte ägs av originatorn. För originatorn är det viktigt att inga oegentligheter förekommer i specialbolaget och skulle därför gärna besätta samtliga styrelseposter med sin egen personal. Om så sker finns det risk för att specialbolaget inte anses vara självständigt med följd att balansräkningarna konsolideras.²⁷

Vid värdepapperisering av fastighetslån eller andra fordringar kommer specialbolaget att, enligt rådande syn på rättsläget,²⁸ klassificeras som ett kreditmarknadsbolag enligt lagen (1992:1610) om kreditmarknadsbolag. Om specialbolaget anses vara ett kreditmarknadsbolag innebär det att kapitaltäckningsreglerna²⁹ är tillämpliga med följd att bolaget måste förses med ett större eget kapital än vad som är ekonomiskt önskvärt.³⁰

5.2 FÖRDELAR MED VÄRDEPAPPERISERING

Från ett ekonomiskt perspektiv finns det ett flertal anledningar till att man väljer detta sätt att finansiera sig direkt på kapitalmarknaden. Förklaringen till att man kan uppnå fördelar ligger i att man på ett effektivare sätt delar

²⁴ En förmögenhet måste avskiljas och tas i besittning av någon annan än stiftaren. Hemström, s 14.

²⁵ Enligt propositionen 1993/94:99 s 106 är inte en beräknad varaktighet på två till tre år tillräcklig. En värdepapperisering pågår sällan kortare tid än fem år varför detta rekvisit inte torde innebära några problem.

²⁶ Hemström, s 13.

²⁷ Gregow, *PM angående de rättsliga förutsättningarna för att genomföra värdepapperisering i Sverige*, s 9, anser att originatorn inte på något sätt får kontrollera specialbolaget, varken genom aktieinnehav eller styrelserepresentation. Bank of England tillåter dock att originatorn företräds i specialbolaget av en styrelseledamot. Se Palache, *"Securitisation"*, 3 Journal of International Bank and Financing Law (1989), s 109.

²⁸ Gregow, s 14-17, telefonintervju med Mikael Ståhl, Swedbank 980525, telefonintervju med Anna Hallström, Öhmans Fondkommission 980626.

²⁹ Lag (1994:2004) om kapitaltäckning och stora exponeringar för kreditinstitut och värdepappersbolag.

³⁰ Se vidare om kapitaltäckningsreglernas betydelse vid värdepapperisering i stycket Fördelar med värdepapperisering.

upp olika funktioner vad gäller risktagande, kontroll och övervakning i enlighet med aktörernas preferenser. Anledningarna kan vara av olika slag och de beror bl a på vilken verksamhet som originatorn bedriver. Vissa motiv är av företagsekonomisk karaktär medan andra är av nationalekonomisk.

De största fördelarna för originatorn är att den kan diversifiera sina finansieringskällor och sänka sina totala finansieringskostnader. Genom diversifieringen av finansieringskällorna uppnås en förbättrad riskhantering: risken för att företaget inte kan refinansiera sig minskar och företagets värde ökar. Finansieringskostnaderna sänks genom att stora lån bryts ner till mindre enheter vilket fördelar kreditrisken på ett större antal investorer. Eftersom investorererna har den kreditförstärkta³¹ värdepapperiserade tillgångsmassan som säkerhet och deras andel är betydligt mindre än helheten gör att en stor riskdelningsvinst uppkommer. Vinsten består i att kreditrisken har preciserats och därmed kunnat fördelas till de aktörer som bäst och billigast kan stå den. Detta i kombination med att de mindre enheterna är mer likvida då ett större antal investorer har kapacitet att köpa dem gör att de kan säljas till ett bättre pris än om hela lån hade sålts. Ytterligare en förklaring till det bättre priset är att investorererna inte behöver göra en företagsspecifik bedömning av originatorn utan de kan fokusera på den värdepapperiserade tillgångsmassan och den rating som den tilldelats av något ratinginstitut, t ex Duff & Phelps, Moody's eller Standard & Poors. De ovannämnda förklaringarna bidrar också starkt till att förklara varför den värdepapperiserade portföljen oftast har en bättre rating än originatorn själv.

Värdepapperisering bidrar till att reducera informationskostnaderna för företag.³² När ett företag behöver finansiering måste det övertyga potentiella kreditgivare eller investorer om att företaget är välskött, framgångsrikt och att det har bra projekt. Problemet är att informationen är asymmetriskt fördelad, d v s företaget självt vet om det är ett bra projekt pengarna ska användas till medan kreditgivare och investorer inte vet det. Företaget måste därför producera information om sig själv och projektet för att signalera dess kvalitet. Istället för att producera information om sig själv kan företaget värdepapperisera delar av sin tillgångsmassa och enbart visa på kvaliteten i den värdepapperiserade portföljen, vilket är möjligt med ett betydligt mindre informationsunderlag.

Vidare innebär kapitaltäckningsreglerna³³ en kostnad för kreditinstituten i det att kapital binds upp och inte kan användas i lönsamma projekt. Då tillgångarna flyttas ut från balansräkningen kan kapital frigöras och därmed försvinner kapitaltäckningskostnaden.

Genom att hela tiden värdepapperisera givna krediter kan originatorn specialisera sig på att ge nya krediter. Ett oändligt antal krediter kan lämnas utan att kapitaltäckningsreglerna innebär några begränsningar, vilket leder till stordriftsfördelar för originatorn. Inkomsterna från ytterligare

³¹ Mer om kreditförstärkning nedan.

³² Hill, "Securitisation: A Low-Cost-Sweetener For Lemons", 74 Wash. U.L.Q. (1996) 1061, s 1086 ff.

³³ Se lagen (1994:2004) om kapitaltäckning och stora exponeringar för kreditinstitut och värdepappersbolag.

serviceavgifter (de nybeviljade krediterna) kan ökas utan att det egna kapitalet behöver höjas.

Detta leder i sin tur till att avkastningen på eget kapital teoretiskt sett kan bli oändlig, då det egna kapitalet kan minskas till att bli nästan obefintligt. Ytterligare ett motiv för att värdepapperisera kan alltså vara att förbättra nyckeltalen.³⁴

En annan fördel med värdepapperisering är att illikvida tillgångar kan omvandlas till likvida, tack vare att det finns en likvid marknad för obligationer.³⁵ För originatorn innebär det förutom det högre priset som kan erhållas att tillgångssidan på den egna balansräkningen bättre kan matcha skuldsidan i likviditetshänseende. Denna fördel gäller främst banker då en betydande del av bankernas skuldsida är mycket likvid (inlåningen där insättarna kan ta ut sina medel omedelbart) medan tillgångssidan är illikvid (utlåningen där bankerna inte kan kräva omedelbar betalning).

Ett motiv som skiljer sig något från de övriga är om man vill avyttra hela eller en del av verksamheten. Denna situation uppstår kanske främst om det på balansräkningen finns en kategori av fordringar som utgör ett problemområde. Efter den sk bankkrisen skapade Nordbanken ett nytt företag, Securum, dit problemkrediterna överfördes. Detta bolag skulle ha kunnat finansiera förvärvet av krediterna genom värdepapperisering.

5.3 KREDITFÖRSTÄRKNING

Det finns en rad olika risker förknippade med värdepapperisering och det är därför viktigt att portföljen är väl genomlyst så att dessa korrekt kan bedömas och allokeras. Den mest betydande risken torde vara kreditrisken, d v s risken att gäldenärerna inte förmår fullgöra sitt åtagande med följd att den värdepapperiserade portföljen inte räcker till för betala alla obligationsinnehavare. Eftersom specialbolagets egna kapital i princip är försumbart och originatorn inte kan krävas på betalning vill investorererna att någon annan buffert för kreditförluster skapas. I teorin³⁶ skulle det vara möjligt för originatorn att låta investorererna i specialbolagets obligationsportfölj helt ta på sig denna risk, men i praktiken har det visat sig att det pris som originatorn måste betala för detta har varit för högt.³⁷ De aggregerade kostnaderna för de enskilda investorererna att göra en

³⁴ Nyckeltal är ett sätt att uttrycka ett företags finansiella ställning och lönsamhet. Ett nyckeltal som anger lönsamheten är avkastning på eget kapital (räntabilitet) och det erhålls genom att dividera vinsten med det egna kapitalet i företaget. Om man minskar det egna kapitalet erhålls således en bättre räntabilitet, ceteris paribus. Thorell, *Företagens redovisning*, s 146 ff.

³⁵ Månsson & Andersson (red.), (Månsson), *Värdepapperisering*, s 17.

³⁶ I praktiken tar inte originatorn på sig kreditrisken eftersom originatorn i sådant fall måste ha kapitaltäckning för hela summan.

³⁷ Månsson & Andersson (red.), (Cedervall), *Värdepapperisering*, s 189 ff.

kreditbedömning överstiger kostnaden för originatorn att tillhandahålla en kvalitetsgaranti. Originatorn måste alltså i normalfallet kreditförstärka obligationsportföljen.

Flera olika tekniker har utvecklats på marknaden för att lösa detta problem. Dessa kan delas upp med avseende på om en extern aktör används för att förstärka portföljens kvalitet eller om man låter kreditförstärkningen ingå i värdepapperiseringstransaktionen. Den senare typen av kreditförstärkning innebär att man i portföljen skapar en buffert mot kreditförluster till exempel genom att obligationer med olika löptider ges ut, eller att det finns övervärden i tillgångsmassan (sk overcollateralization³⁸), dvs att de emitterade obligationernas nominella värde understiger tillgångsmassans värde. Nackdelen med overcollateralization är att onödigt mycket kapital binds upp och inte kan användas till bättre projekt. Obligationer med olika löptider innebär att man trancherar obligationerna i t ex senior- och juniorobligationer.³⁹ Här fungerar juniorobligationerna som en buffert för kreditförluster då innehavarna av seniorobligationer alltid får räntebetalningarna och principalen före betalning sker till juniorobligationerna. Detta innebär att seniorobligationerna är säkrare och därför regelmässigt erhåller en bättre rating, vilket även innebär att de betingar en lägre ränta.⁴⁰ En fördel med denna form av kreditförstärkning är att kostnaderna för den, vilka består av den högre räntan som måste betalas på juniorobligationerna, är utspridda över en lång tid.⁴¹

Exempel på externa aktörer som används för kreditförstärkning är försäkringsbolag som ofta lämnar försäkringar på kreditförluster upp till 10% av tillgångsmassans värde. En annan aktör är monolinebolag⁴² som är försäkringsbolag specialiserade på finansiella instrument. Dessa monolinebolag täcker fullständigt eventuella kreditförluster, varför investorena inte tar på sig någon kreditrisk överhuvud taget. Ett ratinginstitut tar inte på sig någon risk själv och det lämnar aldrig några garantier för den rating institutet lämnat, istället är det ratinginstitutets rykte som garanterar att risken för kreditförluster ligger på en viss utlovad nivå. Ytterligare en möjlighet är att teckna en bankgaranti eller ett letter of credit.⁴³ I dessa fall står en bank som garant mot eventuella kreditförluster upp till en viss avtalad nivå.

Givetvis är det möjligt att kombinera flera av de olika metoderna. Vanligt är att använda sig av såväl externa som interna lösningar för att minimera och omfördela kreditrisken till lägsta kostnad. En anledning till att interna lösningar ofta kompletteras med externa är att det i en intern lösning saknas en oberoende part som tar på sig någon risk. En stor fördel

³⁸ Kendall & Fishman, *A Primer on Securitisation*, s 4.

³⁹ Morrissey, (Kotecha), *International Securitisation*, s 195 f.

⁴⁰ Enligt Capital Asset Pricing Model (CAPM) är avkastningen (räntan) linjärt korrelerad till risken i tillgången. De säkrare seniorobligationerna betingar därför en lägre avkastning. Ross m.fl., *Corporate Finance*, s 248 ff.

⁴¹ Shaw, (Wenman), *International Securitisation*, s 168.

⁴² aa, s 169.

⁴³ Bhattacharya & Fabozzi, (Hsu & Mohebbi), *Asset-Backed Securities*, s 279.

med att t ex teckna en försäkring är att försäkringsbolaget själv tar på sig en del av kreditrisken vilket signalerar till investorer att det tycker att det är ett bra projekt som analyserats noggrant av försäkringsbolaget.

5.4 FÖRÄNDRINGAR PÅ BALANSRÄKNINGEN VID VÄRDEPAPPERISERING

För att ytterligare åskådliggöra en värdepapperiseringstransaktion följer här en schematisk översikt över hur balansräkningarna förändras hos de inblandade parterna, originator och SPV. Utgångspunkten är att ett kreditinstitut väljer att värdepapperisera delar av sin tillgångsmassa, vilken t ex utgörs av bostadslån, och institutet blir således originator.

1. Originator före värdepapperisering

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

Kommentar: Originatorns egenkapital på 80 svarar mot kapitaltäckningskravet på 8 %.⁴⁴

2. Originator vid värdepapperisering

Tillgångar		Skulder	
Kassa	200	Eget kapital	80
0,1			
Tillgångar	800	Övriga skulder	920
99,9			

3. SPV vid värdepapperisering

Tillgångar		Skulder	
Tillgångar	100	Eget kapital	
		Övriga skulder	

⁴⁴ Denna uppställning är starkt förenklad. Vid beräkning av kapitaltäckningskravet måste hänsyn tas till tillgångarnas riskklass, samt hela kapitalbasens utseende, i vilket inte endast det egna kapitalet ingår. Se SFS (1994:2004) 2 och 3 kap. I ovanstående uppställning uppgår enbart det egna kapitalet till 8% av de sammanlagda tillgångarna, vilket med säkerhet innebär att kapitaltäckningskravet avseende kreditrisker är uppfyllt.

Kommentar: Originatorn har överlåtit 100 av sin tillgångsmassa till specialbolaget, som finansierar köpet via emission av obligationer. Då specialbolaget inte räknas som ett kreditmarknadsbolag kan det hålla ett lågt egenkapital (0,1) som tillförs av originatorn.⁴⁵

4. Originator efter värdepapperisering

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

Kommentar: Originatorn har krympt sin balansräkning genom att använda likviden till att sänka sina skulder och minska det egna kapitalet, och lyckas därmed att erhålla en högre avkastning på det egna kapitalet. Detta uppnås genom att omfattningen av verksamheten bibehålls och därmed även den absoluta vinsten, trots att egenkapitalet är lägre.⁴⁶ Ett annat alternativ hade varit att behålla det ursprungliga kapitalet och bevilja nya krediter för likviden från specialbolaget. Kapitaltäckningskravet är fortfarande uppfyllt.

5.5 PROBLEMATIKEN KRING VÄRDEPAPPERISERING SOM FINANSIERINGSFORM

Det finns vissa nackdelar med värdepapperisering. Värdepapperisering medför generellt sett höga transaktionskostnader. Det är många olika transaktioner som ska genomföras, många aktörer är inblandade och ett stort antal kontrakt måste upprättas. Ju mer standardiserat förfarandet blir och ju fler värdepapperiseringar som ett företag genomför, desto lägre blir dessa kostnader. För att metoden ska löna sig för originatorn måste det vara fråga om tämligen stora tillgångsstockar för att inkomsterna ska överstiga dessa transaktionskostnader.⁴⁷ För närvarande råder stor osäkerhet om värdepapperisering är lönsamt, detta bortsett från eventuella negativa skattemässiga konsekvenser.⁴⁸

⁴⁵ Minimnivån för eget kapital i ett aktiebolag är enligt ABL 1 kap 1 § 100 000 kr.

⁴⁶ Om avkastningen på eget kapital från början var t ex 20% (16/80) blir avkastningen efter värdepapperiseringen 22,2 % (16/(72+0,1)). I det totala kapitalet ingår även specialbolagets egenkapital på 0,1. Dessutom har 27,9 i eget kapital frigjorts som aktieägarna kan använda i andra projekt.

⁴⁷ Månsson & Andersson, (Månsson), s 20. Månsson gissar att det krävs stockar i storleksordningen 500-1000 miljoner kronor för att en värdepapperisering ska gå break-even.

⁴⁸ Under hösten 1997 och våren 1998 har fördelarna och lönsamheten med värdepapperisering debatterats i svensk press. Företrädare för värdepapperisering har varit

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

Vissa kritiker hävdar att värdepapperisering kommer att medföra ökade risker i originatorerna för att dessa endast kommer att värdepapperisera sina bästa tillgångar, sk cherry picking.⁴⁹ Anledningen skulle vara att dessa tillgångar inte behöver kreditförstärkas lika mycket som sämre tillgångar och samtliga intressenter kan lägga mindre tid på undersöka tillgångarnas kvalitet.⁵⁰ För de ursprungliga borgenärerna i originatorn skulle detta innebära att kreditrisken ökar i originatorn därför att de återstående tillgångarna är av sämre kvalitet, med följd att värdet av borgenärernas fordringar sjunker. Detta scenario är fullt tänkbart, men det finns några saker som talar emot. T ex försvårar cherry picking ett kontinuerligt användande av värdepapperisering som finansieringsalternativ. Vidare innebär det att originatorns egen kreditvärdighet sjunker vilket försvårar och fördyrar andra former av kapitalanskaffning. Konsekvensen är att originatorn helt enkelt får svårt att finansiera sig till en rimlig kostnad i framtiden om endast de bästa tillgångarna värdepapperiseras.

Andra kritikerna argumenterar för det motsatta problemet att originatorerna endast värdepapperiserar de sämsta tillgångarna, sk lemon selling.⁵¹ För investorernas del skulle det innebära att säkerheten för deras obligationer utgörs av lemons⁵² och stor risk för att dessa obligationer inte infrias till deras fulla värde. Risken att detta ska inträffa är dock mycket liten. Ett antal kontrollmekanismer finns trots allt på vägen innan en värdepapperisering är fullbordad. Även om ratinginstituten inte har något juridiskt ansvar för sina kreditbedömningar är dessa mycket pålitliga. En noggrann undersökning föregår alltid ett ratingbeslut i vilken mycket stränga villkor uppställs och där värsta tänkbara scenario simuleras för att få en god uppfattning om tillgångarnas kvalitet. Om kreditförstärkningen sker genom en extern aktör, t ex ett försäkringsbolag, kommer även den aktören försäkra sig om att tillgångarnas kvalitet är hög så att den garantin försäkringsbolaget lämnar inte utan vidare behöver realiserars. Det torde därför inte vara någon större fara att kreditrisken som förs över från originatorn till investorerna är större än parterna avsett att den skulle vara.

Fredrik Månsson, Öhmans Fondkommission och Peter Fredell, Fredell & Co och mot värdepapperisering Arne Mårtensson, VD Svenska Handelsbanken.

Dagens Industri 1997: 23/10, 29/10, 31/10, 6/11, 14/11. 1998: 20/1.

Dagens Nyheter 1998: 11/2.

Finansstidningen 1997: 27/10.

⁴⁹ Yttrande från Finansinspektionen, s 4.

⁵⁰ Bhattacharya & Fabozzi, (Bhattacharya) , s 17.

⁵¹ Gregow, s 10.

⁵² För vidare läsning om lemons, se Akerlof, *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, 84 Quarterly Journal of Economics 488 (1970).

Ett annat orosmoln är risken för att originatorn känner ett moraliskt ansvar för de överlåtna tillgångarna, t ex fastighetslån. Tanken är att originatorn inte vill svärta ner sitt namn för att en del av fastighetslånen inte betalas och investorena inte får full utdelning och att originatorn därför skulle ersätta dessa trots att någon juridisk skyldighet inte föreligger. Om så är fallet innebär det att originatorn fortfarande står kreditrisken för de överlåtna fordringarna. Någon reglering av detta problem finns för närvarande inte i någon jurisdiktion. Möjligen kan Bank of Englands krav på att specialbolaget inte får ha ett namn som liknar originatorns ses som ett försök att tydliggöra att originator och specialbolag är fristående från varandra.⁵³ Detta krav kan antas innebära både att investorena inte förväntar sig att originatorn täcker eventuella kreditförluster i specialbolaget och att originatorn inte känner sig moraliskt förpliktad att betala eftersom originatorns namn inte svärts ned vid en eventuell konkurs.

5.6 KORT HISTORIK

5.6.1 USA

Bakgrunden till värdepapperiseringsteknikens framväxt står att finna i 1930-talets USA.⁵⁴ Efter depressionen ville man från statsmakternas sida återskapa viss stabilitet inom bostadsfinansieringssektorn och öka möjligheterna för enskilda att ha råd att äga sina hem. Man skapade därför Federal Housing Administration (FHA) 1934 och Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) 1938. FHA hade till uppgift att försäkra långfristiga inteckningslån till fast ränta, medan Fannie Maes tillkomst föranleddes av regeringens önskan att skapa en andrahandsmarknad för FHA-försäkrade lån. Fannie Mae skulle alltså ha möjlighet att köpa upp inteckningslån försäkrade av staten för att på detta sätt säkra medel till bostadsfinansieringsmarknaden.⁵⁵

Även fortsättningsvis kom de amerikanska myndigheterna av fördelningspolitiska skäl att intervensera på bostadsfinansieringsmarknaden. 1968 skapades Government National Mortgage Corporation (Ginnie Mae) genom en avknoppning från Fannie Mae. Ginnie Maes uppgift var att styra över medel till finansiering av inteckningslån till främst krigsveteraner, det så kallade Veteran Administrations (VA)-program, och mindre bemedlade. Genom sin befogenhet att stå som garant för betalning av principal och ränta på sina obligationer, vilka som tillgångsmassa hade inteckningslån försäkrade i FHA och garanterade av VA, genomförde Ginnie Mae den första värdepapperiseringen i början på 1970-talet.⁵⁶

⁵³ Bestämmelsen återfinns i Notice to Authorised Institutions No. BSD 1989/1 rule (xi) som Bank of England utfärdade den 3 februari 1989.

⁵⁴ Morrissey, (Morrissey), s 6.

⁵⁵ Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review, Sommaren 1990, s 47-50.

⁵⁶ Bonsall, (Cox), s 3 f.

Även vad gäller konventionella inteckningslån, (dvs bostadslån som inte garanteras av VA eller FHA), kom genombrottet i början på 70-talet, då Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac) emitterade de första obligationerna grundade på inteckningslån.

Grogrunden för värdepapperiseringen av bostadslånemarknaden i USA kan delvis sägas vara den omfattande regelstruktur kring bankverksamhet som skapades efter den stora depressionen, den så kallade Glass-Steagall akten.⁵⁷ Härigenom begränsades bl a utrymmet för banker att expandera på ett dramatiskt sätt, dels då utlåning endast fick förekomma till subjekt inom den egna delstaten och dels då bankverksamheten splittrades upp i investment- och commercial banking.⁵⁸ Följden blev en fragmenterad marknad med olika regler och standarder.

Skapandet av FHA och VA medförde att explicita eller implicita statliga garantier kom att omfatta stora delar av inteckningslånen. Ginnie Mae kunde därefter köpa upp lånen från banker, hypoteksinstitut och andra aktörer för att sedan ompaketera dem till obligationer, garantera betalningsströmmarna och sälja vidare obligationerna till investerare på hela marknaden. Obligationsmarknaden är till skillnad från bankmarknaden inte geografiskt segregerad, vilket medförde att kapitalet kunde flöda fritt. Institutens verksamhet medförde också en standardisering av inteckningslånen vilket ökade möjligheterna för investerare att delta.

Ytterligare en nödvändig förutsättning för värdepapperiseringsgenombrottet på 70-talet var de stora teknologiska framsteg som gjorts på området. De amerikanska reglerna medger att en förtida inlösning av ett inteckningslån alltid är möjlig, och kombinerat med det enorma antalet inbetalningar⁵⁹ som görs per månad i USA, och de betalningsströmmar som måste distribueras till olika investerare spridda över jordklotet gör att det krävs en mycket kraftfull teknisk kompetens för att hantera verksamheten.

1995 hade den amerikanska marknaden för obligationer grundade på inteckningslån ett värde av nästan 2000 miljarder dollar. Ungefär en tredjedel av alla amerikanska inteckningslån är idag värdepapperiserade.

⁵⁷ The Banking Act of 1933 innehöll fyra avsnitt som blev kända som Glass-Steagall Act. Garner & Molyneux, (Norton & Olive), *Investment Banking*, s 52.

⁵⁸ De geografiska begränsningarna för en bank motiverades med att de förhindrade oligopol på bankmarknaden och att de förhindrade att "bankpaniker" skulle sprida sig över hela landet.

⁵⁹ Man beräknar att bostadsägarna i USA gör 14 000 000 inbetalningar varje månad på sina inteckningslån. Tack vare denna enorma volym är inte problemet med förtida inbetalning särskilt stort.

5.6.2 Sverige

Svensk Fastighetskredit⁶⁰ var den första svenska aktören som genomförde en värdepapperisering. Detta skedde i början av 1990-talet då bostadslån för omkring 12 miljarder kronor⁶¹ värdepapperiserades i ett antal transaktioner benämnda Osprey 1-8 och Fulmar 1.⁶² I dessa fall lades specialbolaget på Jersey.

I mitten av 90-talet värdepapperiserade Stockholms stads fastighetsbolag AB Svenska Bostäder, AB Familjebostäder och AB Stockholms hem några fastigheter i en transaktion benämnd S:t Erik 1.⁶³ Specialbolaget S:t Erik Securities No 1 Plc registrerades även i denna värdepapperisering utomlands, nu på Irland. Obligationslånet som erhöll ratingen AAA av Standard & Poor's och Duff & Phelps registrerades både på Stockholms Fondbörs och börsen i Luxemburg.

Hittills har endast en helsvensk värdepapperisering genomförts, vilket skedde 1997 då en industrifastighet i Järfälla värdepapperiserades.⁶⁴ Fastigheten hyrdes av CelsiusTech och ägdes av Securum.⁶⁵ Fastigheten överläts till ett specialbolag som utgjordes av ett nybildat aktiebolag (aktiekapital 500 000 kronor) vars ägare var en stiftelse. Stiftelsens urkund och stadgar reglerade noggrant vilken verksamhet som var tillåten, t ex vad som fick göras med aktierna och hur eventuella inkomster skulle fördelas. Den kraftiga begränsningen av stiftelsens verksamhet medförde att inte någon aktörs intressen kunde företrädas. Investerarna anlät därför Öhmans Fondkommission som ombud/agent för att investerarnas intressen skulle tillvaratas. Tanken var att Öhmans i möjligaste mån skulle fylla den funktion som en trustee gör vid anglo-saxiska värdepapperiseringar. Investörerna hade valts ut redan från dag 1 och de utgjordes av två eller tre professionella aktörer. Därmed var det inte fråga om en ren värdepapperisering utan transaktionen liknade i mångt och mycket ett vanligt lån. En väsentlig skillnad mot lånet var dock att konstruktionen reglerade alla kommande transaktioner redan dag 1 vilket ledde till att managementrisken⁶⁶ kunde elimineras. Obligationerna som emitterades av specialbolaget registrerades på Stockholms Fondbörs. Portföljen kreditförstärktes aldrig. En av anledningarna var att hyrestagaren till fastigheten (Celsius) var kreditvärdigare än fastighetsägaren (specialbolaget) och det därför var viktigare att avtalsvägen reglera hyrestagarens handlingsutrymme.

⁶⁰ Svensk Fastighetskredit bytte i november 1994 namn till S-E-Banken Bolån, Årsredovisning S-E-Banken Bolån 1994, s 8.

⁶¹ Årsredovisning S-E-Banken Bolån 1995, s 13.

⁶² Månsson & Andersson, (Bokholm), *Värdepapperisering*, s 161 f.

⁶³ Årsredovisning AB Svenska Bostäder 1995, s 25.

⁶⁴ Telefonintervju med Mikael Ståhl, Swedbank 980310 och 980525.

⁶⁵ Årsredovisning Celsius AB 1997, s 30.

⁶⁶ Med managementrisken avses risken att företagsledningen fattar för företaget ogynnsamma beslut.

6. DEN AMERIKANSKA BESKATTNINGEN AV VÄRDEPAPPERISERING

I USA har värdepapperisering förekommit sedan början av 1970-talet och där har marknaden utvecklat ett antal olika strukturer för finansieringsformen. Den stora skillnaden mellan olika värdepapperiseringsstrukturer beror av om obligationerna som emitteras är debt eller equity. Debt innebär att innehavaren av obligationen har en rätt till ett fast belopp, oavsett hur företagets värde varierar. Equity är ett anspråk på residualen, vilket innebär att anspråkets storlek beror av företagets resultat.⁶⁷ Skuldstrukturen i ett vanligt aktiebolag kan exemplifiera debt och equity. Lånen i bolaget är debt och de återbetalas med samma belopp oavsett bolagets resultat. Aktierna i bolaget är equity då deras värde är beroende av bolagets resultat. Vilken struktur, debt eller equity, värdepapperiseringen skall ha avgör originatorn utifrån vilka skatteeffekter transaktionerna beräknas få, hur redovisningen kommer att påverkas, den allmänna regleringen av transaktionerna och flera andra överväganden. Värdepapperisering genomförs i första hand inte i skatteplaneringssyfte, däremot kommer de skatterättsliga konsekvenserna ändå att få en avgörande inverkan på i vilken utsträckning och i vilka former värdepapperisering genomförs. Skattemässig neutralitet är i alla händelser en förutsättning för att det skall vara ekonomiskt gångbart att använda sig av värdepapperisering som finansieringsform, eftersom värdepapperisering i sig innebär relativt sett mycket höga transaktionskostnader. Vidare är det väsentligt att få klarhet i de skatterättsliga konsekvenserna. Originatorn och potentiella investorer måste veta vilken skatterättslig behandling transaktionerna kommer att ges. Det är i synnerhet viktigt att i förväg kunna beräkna skattskyldigheten för specialbolaget, då det minimala egna kapitalet i bolaget inte medger några oväntade kostnader.⁶⁸

Den vanligaste obligationstypen av equity-karaktär är pass-through certificates, där obligationen representerar ett andelsägande i specialbolagets tillgångsmassa. Debt instruments skiljer sig från dessa genom att anspråken istället är knutna till det kassaflöde som tillgångsmassan genererar, och inte till de underliggande tillgångarna i sig. Vad som är karakteristiskt för respektive obligationstyp och konsekvenserna av olika val av struktur för värdepapperiseringen kommer att redogöras för i följande framställning.

⁶⁷ I definitionen av debt och equity ingår även att debt har företräde i en insolvenssituation medan equity har full förfoganderätt över företagets alla tillgångar i normaltillstånd. Dowd, s 38.

⁶⁸ Nirenberg, Colman & Kopp, "FASITs – The Small Business Act's New Securitization Vehicle", Journal of Taxation, November (1996), s 278f och 292f.

1986 genomfördes en skattereform i USA. Man antog då The Tax Reform Act of 1986, och därmed ett helt nytt system för hur obligationer med fastighetslån som säkerhet skall taxeras. Syftet med regleringen var att minska de skatterättsliga hindren på området och att öppna upp för värdepapperisering av fler typer av tillgångar.⁶⁹ Med reformen infördes en särställning för finansieringsformer med fastighetslån som säkerhet, REMIC-systemet, (real estate mortgage investment conduits). De nya reglerna har medverkat till att antalet genomförda värdepapperiseringar har ökat och att utvecklingen går mot en allt större differentiering av tillgångstyper som är lämpliga att värdepapperisera.⁷⁰

6.1 EKONOMISKA OCH STRUKTURELLA ASPEKTER PÅ OBLIGATIONSTYPERNA

Det finns för närvarande tre grupper av obligationer som utges med fastighetslån som säkerhet: pass-through certificates, pay-through bonds, och REMIC interests. Det karakteristiska för respektive obligationstyp kommer att utvecklas närmare i följande framställning.

Gemensamt för de olika typerna av obligationer är dels att de används i syfte att ge originatorns lån en förpackning som höjer deras marknadsvärde, dels att de vanligen utges av ett specialbolag som på ett eller annat sätt är undantaget från beskattning på bolagsnivå. Att specialbolaget inte taxeras för sina inkomster, d v s gäldenärens avbetalningar på de underliggande lånen, är en förutsättning för att värdepapperiseringen skall vara ekonomiskt gångbar. Om specialbolaget är ett vanligt aktiebolag kommer inkomsten från gäldenärerna att beskattas fullt ut hos specialbolaget och räntebetalningarna på obligationerna att ses som en icke avdragsgill utdelning till ägarna. Aktiebolaget är därför ett dåligt alternativ som associationsform för specialbolaget.⁷¹

Olika obligationsstrukturer på värdepapperiseringen får olika skatterättsliga konsekvenser. Pass-through certificates emitteras oftast av en grantor trust, ett skattebefriat subjekt varför all beskattning sker på delägarnivå. Värdepapperiseringar med pay-through bonds som obligationstyp medför däremot beskattning av såväl specialbolag som investorer. Skattebördan blir dock typiskt sett inte så stor i och med att obligationen är debt och specialbolaget därmed får göra avdrag för de räntor som betalas. En REMIC slutligen, är likt en grantor trust befriad från skattskyldighet, och beskattningen sker enbart hos obligationsinnehavarna.

⁶⁹ Norton, Spellman & Dupler, (Peaslee & Nirenberg), *International Asset Securitisation*, s 223.

⁷⁰ Journal of Taxation, November (1996), s 293.

⁷¹ Vid en REMIC-struktur spelar det dock ingen roll vilken associationsform som används.

6.1.1 Pass-through certificates

Obligationernas ekonomiska struktur

Vid en värdepapperisering med pass-through certificates som obligationstyp överför originatorn en tillgångsmassa till en trust.⁷² Köpet finansieras genom att trusten emitterar obligationer, med den överlåtna tillgångsmassan som underliggande säkerhet för de obligationer som ges ut. I och med att trusten inte är ett eget skattesubjekt utan är befriad från inkomstskatt,⁷³ kommer konsekvensen bli att man skatterättsligt bortser från att det är trusten som äger tillgångsmassan.⁷⁴ Istället ser man det som att obligationerna är equity och representerar ett direkt ägande i trustens tillgångspaket.⁷⁵ Investorer som köpt obligationer anses alltså äga en andel i den lånepool som är bakomliggande säkerhet för obligationerna. I och med att de obligationer som emitterats representerar ett direkt ägande i vart och ett av trustens lån, innebär det att kassaflödet från de underliggande lånen precis utgör räntebetalningarna på obligationerna.⁷⁶

När pass-through certificates emitteras används oftast en grantor trust som specialbolag för värdepapperiseringen.⁷⁷ En grantor trust har en särskild skatterättslig status och är undantagen från skyldighet att utge bolagsskatt.⁷⁸ Därmed kan dubbelbeskattning på värdepapperiseringen undvikas, och att ha en grantor trust som specialbolag är i detta avseende mycket attraktivt.⁷⁹ Som kommer att framgå nedan finns det dock en omfattande reglering av en grantor trusts verksamhet, och aktörernas valmöjligheter och spelutrymme vid en värdepapperisering med en grantor trust begränsas kraftigt av de kriterier som uppställs för att erhålla status som ett skattebefriat subjekt. Dessa begränsningar var en av anledningarna till de nya regler som infördes genom 1986 års skattereform.⁸⁰

⁷² American Bar Association Section of Taxation Committee on Financial Transactions Subcommittee on Asset Securitization, "Legislative Proposal to Expand the REMIC Provisions of the Code to Include Nonmortgage Assets", 46 Tax L. Rev., (1991), s 312-314.

⁷³ Internal Revenue Code 1986, section 671.

⁷⁴ 46 Tax L. Rev. (1991), s 303.

⁷⁵ Norton, Spellman & Dupler, (Peaslee & Nirenberg), s 226f.

⁷⁶ En fullständig korrelation är dock inte möjlig p g a att kassaflödet även måste täcka serviceavgifter, administrationskostnader och liknande.

⁷⁷ Norton, Spellman & Dupler, (Peaslee & Nirenberg), s 226.

⁷⁸ 46 Tax L. Rev. (1991), s 303- 306.

⁷⁹ 46 Tax L. Rev. (1991), s 312.

⁸⁰ Reglerna om REMICs ställer inga krav på att en viss slags juridisk person måste användas för att man skall renderas skattebefrielse. Med reformen kom man också ifrån det tidigare osäkerhetsmomentet som förelåg p g a den subjektiva bedömning som skattemyndigheterna gjorde av grantor trusten och dess verksamhet. Inte heller riskerar man att skattemyndigheterna omklassificerar en REMIC till ett skattskyldigt bolag, i och med att den är ett skattebefriat subjekt enligt lag.

För att trusten skall kunna klassificeras som en skattebefriad grantor trust måste kriterierna i "the Sears regulations"⁸¹ uppfyllas. Regleringen innebär en kraftig begränsning av möjliga strukturer. Det är framförallt två krav på trusten som inskränker aktörernas handlingsfrihet när man vill erhålla den skattemässigt fördelaktiga statusen.⁸² Det första gäller typen av obligationer som originatorn tänker sig att trusten skall emittera - en grantor trust får inte emittera andra obligationer än sådana som utges med samma löptid och betalningsvillkor.⁸³ Detta handlar om betalningsprioritet investorer emellan⁸⁴, och för att få behålla statusen som grantor trust är man alltså begränsad till obligationer där alla investorer får betalt på samma gång och enligt samma villkor. Det andra kravet som ställs i Sears Regulations handlar om en grantor trusts verksamhet och på vilket sätt en grantor trustee får förfoga över den lånepool som överförs från originatorn. Trusteen får inte förändra tillgångsmassans sammansättning genom att reinvestera avbetalningar och förtida inbetalningar som gäldenärerna gjort på lånen.⁸⁵

För att undvika att specialbolaget inte kan erhålla grantor trust-status - och att den vanliga bolagsskatten därmed kommer att utgå på trustens intäkter - kommer värdepapperiseringar med pass-through certificate-struktur vanligen att genomföras genom att obligationerna emitteras med en enda löptid där varje innehavare äger en andel i trustens tillgångspaket.⁸⁶

Via specialbolaget kommer sedan gäldenärens avbetalningar på lånen att distribueras direkt till investorer. Betalningarna transfereras till investorer, ofta på en månatlig basis, efter att trusten har fått täckning för service- och administrationsavgifter samt för kostnaderna för garantier och kreditförstärkning av lånepoolen.

Ett allvarligt problem med pass-through certificates-strukturen är osäkerheten kring eventuella förtida betalningar av lånen.⁸⁷ Då obligationerna representerar ett direkt ägande i lånen betyder det att deras löptid är beroende av om gäldenärerna kommer att lösa sina lån i förtid. En uppdelning av obligationer med olika löptider skulle kunna minska risken med förtida betalningar av de underliggande lånen. De förtida betalningarna används då för att betala obligationerna med kortast löptid. De olika

⁸¹ De regler i The Treasury Regulations som behandlar klassificering av trusten benämns i vardagligt tal "the Sears regulations", 46 Tax L. Rev. (1991), s 305.

⁸² Norton, Spellman & Dupler, (Peaslee & Nirenberg), s 226.

⁸³ Single class of interests att jämföra med multiple classes of interests.

⁸⁴ Millerick, "Federal Income Tax Aspects of Stripped Mortgage-backed Securities", 12 Va. Tax Rev. (1992), s 219.

⁸⁵ För de kriterier som gäller för en grantor trust i detalj, se Sears Regulations, sect. 301.7701-4 (c).

⁸⁶ 46 Tax L. Rev. (1991), s 312.

⁸⁷ Som gäldenär har man en ovillkorlig rätt att lösa sina lån i förtid om man så önskar. För investorer innebär detta att principalen på de underliggande lånen betalas och att räntebetalningarna upphör.

löptiderna kan då förutsägas med större säkerhet och därmed matcha lånen bättre, vilket medför att problemet med de förtida inbetalningarna minskar.⁸⁸ Som ovan nämndes är det dock inte tillåtet för en grantor trust att emittera pass-through certificates med olika löptider.

Den andra grundförutsättningen för att få gälla som en grantor trust begränsar trusteeens möjligheter att förändra tillgångsmassan. Begränsningen innebär att trusteeen inte får reinvestera medlen från de förtida betalningarna vilket försämrar avkastningen på den värdepapperiserade portföljen.⁸⁹ Då specialbolaget har små marginaler kan en lägre avkastning betyda att värdepapperiseringen inte blir ekonomiskt lönsam.

Allmänna juridiska och skatterättsliga aspekter

En pass-through-obligation är ett bevis för en andel i den underliggande tillgångsmassan. Poängen med att använda en grantor trust är att man skatterättsligt bortser från att det är trusten som förfogar över tillgångsmassan. Som en följd av den särskilda skatterättsliga statusen som en grantor trust har bortser man från bolagsnivån och istället ses investörerna som direkta ägare. Därmed undviks dubbelbeskattning.⁹⁰ Vid redovisning och taxering av obligationerna kommer inkomsterna från tillgångsmassan att delas upp och redovisas separat för varje individuell investor, utifrån hans respektive andel i lånepoolen. Investörerna får tillgodoräkna sig intäkterna vid den tidpunkt som gäldenären gör en inbetalning på de underliggande lånen, och inte när de själva har fått transfereringen överförd till sina respektive konton.

När det gäller rätten till avdrag får investörerna tillgodoräkna sig bolagets avdragsmöjligheter, vilket kan bli mer fördelaktigt i och med att företag medges större avdragsmöjligheter än enskilda investerare, t ex när det gäller rätten att dra av serviceavgifter och andra kostnader i verksamheten.⁹¹ När det gäller avdragsrätten bortses alltså inte från grantor trust-ledet av värdepapperiseringen. Investörerna kommer även i åtnjutande av de specialregler som gäller lån i fast egendom - dessa blir tillämpliga eftersom pass-through certificates ses som ett direkt ägande av lånepoolen.⁹²

a). serviceavgifterna

Serviceavgifter används ofta som en metod för vinsthemtagning till originatorn. Originatorn agerar då servicebolag för lånepoolen. Överskottet i trusten förs tillbaka till originatorn via ersättningen servicebolaget betalar för servicen. I den utsträckning som serviceavgifterna överstiger marknadsvärdet för utförda tjänster enligt principen om arm's length fee, dvs vad som skulle utgått mellan oberoende parter, betecknas ersättningen som "excess servicing". Det kan uppstå problem med grantor trust-statusen för

⁸⁸ Begränsningen i att en grantor trust inte kan emittera obligationer i flera klasser var en av anledningarna till att REMIC-systemet infördes i och med skattereformen 1986, se nedan.

⁸⁹ Norton, Spellman & Dupler, (Peaslee & Nirenberg), s 228.

⁹⁰ 46 Tax L. Rev. (1991), s 313.

⁹¹ Internal Revenue Code, sect. 67.

⁹² Norton, Spellman & Dupler, (Peaslee & Nirenberg), s 226-228.

specialbolaget när originatorn gör anspråk på överskott i trusten.⁹³ För att få gälla som grantor trust är som ovan behandlats ett av kraven att de emitterade obligationer har samma villkor. "Excess servicing" riskerar att betecknas som ett slags otillåtet obligationsanspråk, och risken är att trusten istället kommer att klassificeras som ett vanligt skattepliktigt bolag.⁹⁴

b). klassificeringen

Skulle trusten som emitterar pass-through certificates inte uppfylla kriterierna för att erhålla grantor trust-status, är det omöjligt att genomföra en ekonomiskt lönsam värdepapperisering. Istället för att man bortser från trusten i skattehänseende och ser obligationsinnehavarna som direkt skattskyldiga för kassaflödena genom trusten, kommer specialbolaget vid en omklassificering att taxeras för de intäkter man får från lånepoolen.⁹⁵ I ett andra led kommer investorer att beskattas för utbetalningarna på obligationerna. Specialbolaget kommer inte att få göra avdrag för ränteutbetalningarna, utan dessa kommer att betecknas som en icke avdragsgill utdelning till aktieägare.

För att minimera konsekvenserna av en sådan omklassificering kan originatorn välja att använda ett handelsbolag som specialbolag. Med ett handelsbolag som specialbolag är man inte helt befriad från beskattning som om specialbolaget är en grantor trust, men ett handelsbolag har en mer förmånlig skattesituation än ett aktiebolag. Om specialbolaget istället klassificeras som ett handelsbolag, kommer skatteunderlaget att räknas fram på bolagsnivå.⁹⁶ Redovisningen sker enligt de regler som gäller för bolaget. Var och en av obligationsinnehavarna måste redovisa sin andel av handelsbolagets intäkter. Som obligationsinnehavare anses man inte, som i en grantor trust-struktur, ha en andel i den underliggande säkerhetspoolen, utan istället äga en andel i själva bolaget. Utdelning från handelsbolaget till dess delägare beskattas inte såtillvida den inte överstiger respektive delägars/obligationsinnehavares andel i handelsbolaget.

6.1.2 Pay-through bonds

Obligationernas ekonomiska struktur

En annan typ av obligationer är pay-through bonds som är debt i specialbolaget, d v s vanliga obligationer av lånekaraktär.⁹⁷ Investorn anses här äga själva obligationen, och inte som vid ett innehav av pass-through certificates ha ett anspråk på bakomliggande säkerhet.⁹⁸ Sambandet mellan säkerheten och obligationerna är dock även för pay-through bonds mycket nära - den bakomliggande lånepoolen är tänkt att direkt finansiera de

⁹³ 46 Tax L. Rev. (1991), s 312.

⁹⁴ Se the Sears Regulations, sect. 301.7701-4(c).

⁹⁵ Hirschfeld & Humpreys, "Tax Reform Brings New Certainty To Mortgage-backed Securities", The Journal of Taxation, Maj (1987), s 286. .

⁹⁶ Norton, Spellman & Dupler, (Peaslee & Nirenberg), s 260f.

⁹⁷ aa, sid 229.

⁹⁸ 46 Tax L. Rev. (1991), s 314.

obligationer som emitteras. Obligationerna kallas "pay-through securities", i och med att kassaflödet från tillgångsmassan överförs till investörerna.

Den mest använda typen av pay-through bonds är collateralized mortgage obligations (CMOs).⁹⁹ Dessa obligationer är indelade i olika klasser, med olika löptid och olika betalningsprioritet.¹⁰⁰

I en värdepapperisering där pay-through bonds skall emitteras, behåller originatorn ett equity-anspråk på trusten.¹⁰¹ Obligationerna som säljs till investörerna representerar debt i trusten.¹⁰² När obligationerna emitteras till investörerna, överförs lånen till deras trustee som pant.¹⁰³ Trusteen ansvarar för att ta emot betalningar på lånen, reinvestera kapitalet och betala räntor till obligationsinnehavarna. Eventuella överskott i förvaltandet av tillgångsmassan förmedlas tillbaka till originatorn i och med det anspråk på equity som den har i trusten.¹⁰⁴

Pay-through bonds (CMOs) är en nyare konstruktion än pass-through certificates. Obligationerna liknar varandra så till vida att båda typerna finansieras genom betalningsflöden över en tillgångsmassa.¹⁰⁵ Skillnaden ligger i möjligheten till differentiering i olika löptider. För att erhålla status som grantor trust är man, såsom behandlades ovan, begränsad till att emittera en slags obligationer. För pay-through bonds är tvärtom det vanliga att obligationernas löptider och prioriteringar är olika.¹⁰⁶ Om en struktur med pay-through bonds används är man heller inte förhindrad att reinvestera förtida inbetalningar – förbudet för en grantor trustee att förändra tillgångsmassan gäller inte ett vanligt specialbolag, som är en juridisk person vilken som helst och alltså inte har någon särskild skatterättslig status att förlora.¹⁰⁷

Allmänna juridiska och skatterättsliga aspekter

Värdepapperiseringar genomförs som tidigare nämnts i första hand inte av skattemässiga hänsyn, men det var faktiskt skatteskal som drev fram utvecklingen av att använda en pay-through-struktur istället för att ge ut pass-through certificates vid värdepapperiseringar.¹⁰⁸ Ovan har kriterierna för grantor trust-status behandlats, och de kraven var inte förenliga med aktörernas behov att kunna emittera obligationer i olika förmånsrättsklasser. Följden av en sådan emission blev att trusten istället kom att taxeras som ett vanligt bolag och att obligationerna betecknades som aktier i bolaget.

⁹⁹ The Journal of Taxation, Maj (1987), s 283

¹⁰⁰ aa, s 284.

¹⁰¹ 46 Tax L. Rev., (1991), s 306.

¹⁰² Jfr med pass-through certificates: den typen av obligationer representerar ett anspråk i underliggande tillgångsmassa, inte i själva trusten som här utan direkt i dess tillgångar.

¹⁰³ Norton, Spellman & Dupler, (Peaslee & Nirenberg), s 230.

¹⁰⁴ 46 Tax L. Rev., (1991), s 314f.

¹⁰⁵ The Journal of Taxation, Maj (1987), s 280-284.

¹⁰⁶ 46 Tax L. Rev. (1991), s 306.

¹⁰⁷ Norton, Spellman & Dupler, (Peaslee & Nirenberg), s 231.

¹⁰⁸ The Journal of Taxation, Maj (1987), s 283.

Värdepapperiseringen blev därmed föremål för en oförmånlig dubbelbeskattning.

Om trusten istället emitterar pay-through bonds kommer man visserligen inte undan bolagsskatten – trusten är ett vanligt skattskyldigt bolag - men obligationerna anses i skattehänseende vara debt i bolaget och därmed är räntorna avdragsgilla. I realiteten kommer därför dubbelbeskattningen i princip att neutraliseras.

Skillnaden mellan de båda obligationstyperna, att pass-through certificates är equity interests i tillgångsmassan, medan pay-through bonds räknas som debt, lån till bolaget, får också konsekvenser för hur investornas redovisar och taxeras för sitt innehav och avkastningen på obligationerna. Pay-through bonds berättigar till betalning enligt själva obligationen medan innehavarna av pass-through certificates beskattas direkt för de inbetalningar som specialbolaget får från gäldenärerna. De skattemässiga konsekvenserna kommer dock att behandlas mer ingående nedan.

a). beskattning av specialbolaget

Pay-through bonds behandlas i skattehänseende som ett vanligt lån.¹⁰⁹ Investornas beskattas för räntorna man erhåller på sina obligationer och specialbolaget medges avdrag för utbetalningarna av dessa räntor. I realiteten kommer man därför ifrån den oönskade dubbelbeskattningen.¹¹⁰ Specialbolaget har även rätt att dra av alla kostnader i verksamheten, t ex för de serviceavgifter som man betalar till trustee för att förvalta portföljen och de administrativa utgifter som obligationerna kräver.

Ett specialbolag som emitterar CMOs eller andra debt obligations kommer dock inte att ges någon speciell skattemässig status likt en grantor trust eller en REMIC, utan får vidkännas den vanliga bolagsskatten på verksamheten. Målet är dock i första hand att det inte skall finnas något överskott i specialbolaget, det skall återföras till originatorn genom olika metoder av vinsthemtagning. Om vinster skulle uppstå i specialbolaget torde dessa kunna kvittas mot t ex uppstartningskostnader, för att på så sätt undvika beskattning.

b). klassificeringen: debt eller equity?

Det är av avgörande betydelse att obligationerna kommer att klassificeras som debt i skattehänseende. Om obligationerna istället skulle finnas vara anspråk på equity, d v s en form av äganderätt i specialbolaget, kommer utbetalningarna till investornas inte att vara avdragsgilla för specialbolaget eftersom de då är att jämföras med utdelning.¹¹¹ Det skulle i så fall medföra att bolaget blir föremål för en avsevärd skattebörda och den dubbelbeskattning som denna omklassificering resulterar i gör att värdepapperiseringen därmed inte blir ekonomiskt intressant att genomföra.

¹⁰⁹ 46 Tax L. Rev. (1991), s 314.

¹¹⁰ Norton, Spellman & Dupler, (Peaslee & Nirenberg), s 229-232.

¹¹¹ 12 Va. Tax. Rev., (1992), s 222.

Skattemyndighetens bedömning av om obligationerna är debt eller equity görs utifrån de fakta och omständigheter som omger transaktionerna. De faktorer som anses avgörande för klassificeringen som debt är utformningen av obligationerna; om trustee har rätt kräva inlösen och att byta ut tillgångsmassan (d v s rätten att reinvestera), och i vilken grad betalningarna på lånen matchats mot obligationerna.¹¹² Om betalningsströmmarna på obligationerna är perfekt matchade med betalningsflödena från de underliggande lånen är frågan om det inte snarare är obligationsinnehavarna än originatorn som är de verkliga ägarna till de underliggande lånen.¹¹³ Slutsatsen blir att innehavarna av pay-through certificates är de enda intressenter som har ett reellt anspråk på specialbolaget vilket betyder att obligationerna i själva verket är equity och inte debt.

6.1.3 REMICs

Som framgått ovan är det inte tillåtet för en grantor trust att emittera pass-through certificates som är uppdelade i olika löptider. Det är heller inte möjligt att skapa en värdepapperiseringsstruktur där pay-through bonds finansieras genom en alltför perfekt matchning mot en bestämd pool av lån. Följaktligen fanns det vissa juridiska begränsningar som gjorde att varken pass-through- eller pay-through-obligationer var lämpliga att använda.

Den otillfredställande situationen med bristande strukturmöjligheter ledde fram till en skattereform 1986¹¹⁴, då man införde nya regler om real estate mortgages investment conduits, REMICs.¹¹⁵ Reglerna gäller som namnet antyder endast värdepapper med säkerhet i fastighetslån. Att specialbolaget får status som REMIC får bara konsekvenser på skatteområdet - vad gäller taxeringen av originator, specialbolag och investorer - medan kredit- och säkerhetsrätten liksom redovisningsskyldigheten¹¹⁶ av transaktionerna inte berörs. En REMIC-klassificering innebär att specialbolaget erhåller en särskild skatterättslig ställning.

Systemet med REMICs syftar till att sänka transaktionskostnaderna för värdepapperiseringar och att komma till rätta

¹¹²(Jfr kriterierna för grantor trust-statusen ovan).Bedömningen varierar delvis efter den typ av obligation som använts, men i allmänhet brukar skattemyndigheterna kräva att specialbolaget behåller ett residualanspråk på mellan 1,5 till 2% av värdet på tillgångspaketet, att trustee har möjlighet att kräva betalning (call) när cirka en tredjedel av amorteringarna återstår, att man vidare har mandat att byta ut och att lägga till säkerheter, och att viss risk för reinvesteringar ligger på specialbolaget.

¹¹³ 12 Va. Tax. Rev., (1992), s 222.

¹¹⁴ The Tax Reform Act of 1986, (TRA).

¹¹⁵ TRA, sections 860A till 860G.

¹¹⁶ Originatorn har att avgöra om man vill att transaktionerna skall kvalificera för lån eller försäljning på balansräkningen. Försäljning väljs om originatorn vill undvika att behöva ta upp de aktuella skuldposterna på sin balansräkning. Huruvida överföringen av portföljen till specialbolaget skall betecknas som en försäljning eller ett lån är bl a beroende på i vilken utsträckning originatorn behåller kontrollen över tillgångsmassan, riskplaceringen, och vilka villkor som gäller för rätten till residualen.

med de negativa skatteeffekterna som tidigare hindrade investeringar på andrahandsmarknaden för fastighetslån.¹¹⁷ För att bana väg för värdepapperisering som finansieringsform har man frångått en del av reglerna som hade en begränsande effekt. Detta har man åstadkommit genom att det inte krävs någon speciell bolagsstruktur för att erhålla REMIC-status.¹¹⁸ Den förmånliga skattebehandlingen är nämligen inte avhängig vilken form som väljs för värdepapperiseringen. Häri ligger ett antal strukturella fördelar – det spelar ingen roll i skattehänseende vilken struktur för värdepapperiseringen som används – en REMIC kan lika gärna vara en trust som ett vanligt aktiebolag, ett handelsbolag eller ett dotterbolag till originatorn.¹¹⁹ Samma sak gäller de obligationer som specialbolaget utger. Specialbolagets status som REMIC påverkas inte av om de värdepapper som emitteras är obligationer i equity eller debt, aktier eller handelsbolagsandelar. Det funktionalistiska perspektivet ger med andra ord aktörerna friheten att strukturera transaktionerna på det sätt som bäst uppfyller deras syfte i redovisnings- och finansieringshänseende, utan att det får några negativa skatteeffekter.

En REMIC kan emittera två typer av obligationer: regular interests och residual interests. Regular interests klassificeras som debt, lån, i REMICen (jfr redogörelsen för hur pay-through bonds som är ett debt instrument beskattas), vilket innebär att ränteutbetalningar till innehavarna är avdragsgilla för specialbolaget. Det residuala anspråket är equity och kommer att i skattehänseende behandlas som om obligationsinnehavaren är andelsägare i specialbolaget.

Allmänna juridiska och skatterättsliga aspekter

En REMIC är ett enligt lag skattebefriat subjekt. Istället för att ta ut skatt på bolagsnivå, kommer inkomsterna i bolaget att taxeras hos respektive obligationsinnehavare.¹²⁰

Inkomsterna i en REMIC fördelas mellan de olika obligationstyperna på följande vis. De inbetalningar och utbetalningar som belöper på respektive innehavare av regular interests redovisas som om det handlade om debt i REMICen. Samtidigt som en REMIC är skattskyldig för inbetalningarna har den full avdragsrätt för ränteutbetalningarna. Övriga intäkter i REMICen fördelas direkt till de investorer som har residual interests, och beräknas som om specialbolaget vore ett vanligt skattesubjekt. Inkomstfördelningen kan liknas den som skulle göras om specialbolaget hade varit ett handelsbolag.

REMIC-reglerna är ett stort framsteg på skatterättsområdet vad gäller värdepapperisering av fastighetslån, men lagstiftningen lämnar fortfarande en del övrigt att önska. Reglerna tillkom framför allt i syfte att tillåta

¹¹⁷ 12 Va. Tax. Rev., (1992), s 222.

¹¹⁸ The Journal of Taxation, Maj (1987), s 288.

¹¹⁹ Norton, Spellman & Dupler, (Peaslee & Nirenberg), s 234f.

¹²⁰ 12 Va. Tax. Rev., (1992), s 230.

emissioner av obligationer med olika löptider utan att en förmånlig skatterättslig behandling förlorades¹²¹, och detta mål har också uppnåtts. Men så mycket mer har man egentligen inte lyckats åstadkomma. Den verksamhet som en REMIC kan bedriva är t ex underkastad liknande begränsningar som de som finns för en grantor trust, med restriktioner att enbart förvalta en bestämd tillgångsmassa och distribuera det kassaflöde som genereras.¹²²

6.2 BESKATTNING AV INVESTORER

Värdepapperiseringar kan utifrån ett investorperspektiv delas in i två grupper: å ena sidan de strukturer där obligationerna räknas som debt i skattehänseende, och å andra sidan obligationer som är equity i specialbolag och REMICs.

6.2.1 Allmänt

Om obligationerna är debt, dvs REMIC regular interests eller pay-through bonds (CMOs), beskattas de som vanliga fordringar. Ränteintäkterna beskattas fortlöpande och vid en försäljning beskattas en eventuell reavinst. Återbetalningen av kapitaldelen (principalen) är självfallet skattefri.

Om obligationerna är equity kommer specialbolaget, en grantor trust eller en REMIC, inte att taxeras på bolagsnivå, utan varje obligationsinnehavare är skyldig att deklarerat sin andel i trustens intäkter. Inkomsten beräknas utifrån de intäkter som specialbolaget får från den tillgångsmassa man förfogar över (gäldenärernas betalningar av de underliggande lånen), samt förändringar till följd av reinvesteringar av förtida inbetalningar. När inkomstfördelningen görs bortses från de utbetalningar som specialbolaget gjort till obligationsinnehavarna, och de kommer alltså också att ingå i skatteunderlaget. Avdrag får göras för kostnader i verksamheten och i en REMIC får avdrag även göras för ränteutbetalningar på obligationer med regular interests.¹²³ Den beskattningsbara inkomsten kan generellt sett antas vara likvärdig med ränteintäkten för en vanlig obligation. Skillnaden är att storleken på

¹²¹ 12 Va. Tax. Rev., (1992), s 231.

¹²² Det som avses är bl a restriktionen om hur trustee får förfoga över tillgångsmassan.

¹²³ Norton, Spellman & Dupler, (Peaslee & Nirenberg), s 262.

inkomsten kan variera, vilket en ränteintäkt från en debtpobligation normalt inte gör.¹²⁴

Om ett REMIC residual-anspråk säljs, kommer säljaren att beskattas för sin reavinst, d v s för skillnaden mellan vad försäljningen inbringat och anskaffningsvärdet.

Utbetalningar på en residual-obligation behandlas som en icke beskattad återbetalning av investerat kapital i den utsträckning beloppet inte överstiger innehavarens anskaffningsvärde. Vid större utbetalningar kommer innehavaren att taxeras för överskottet som för en reavinst vid en försäljning av residualen.

6.2.2 Specialregler för beskattningen av innehavare av REMIC interests

Ur ett skatterättsligt perspektiv liknar en REMIC snarare ett handelsbolag än en grantor trust. Inkomster och förluster beräknas på REMICens nivå, och fördelas sedan mellan obligationsinnehavarna med residual interests. Skatteunderlaget redovisas kvartalsvis för en REMIC, och respektive obligationsinnehavare påförs, för varje dag av sitt innehav, sin del av den intäkt som inlupit till REMICen under kvartalet.

Emissionen och den efterföljande överlåtelsen av obligationerna i en REMIC är inga transaktioner som utlöser beskattning.

Principen för beräkandet av en REMICs inkomst är att den bestäms på samma sätt som om det är fråga om en fysisk persons inkomst. Rätten att göra avdrag för i verksamheten nödvändiga kostnader, ränteutgifter och kreditförluster medges dock enligt de mer generösa regler som gäller för företag. Ytterligare en förmånlig specialregel gäller behandlingen av regular interests-obligationerna i en REMIC – oavsett om dessa egentligen är equity¹²⁵ i specialbolaget räknas de som debt vilket medför att ränteutbetalningarna på dessa obligationer är avdragsgilla.

Det finns fler undantag till tillämpligheten av reglerna att en REMIC skall bedömas likt en fysisk person vid beräkningen av skatt. En REMIC är redovisningsskyldigt enligt de regler som gäller för juridiska personer. Det är inte tillåtet att flytta rörelseförluster framåt eller bakåt mellan olika beskattningsår, vilket innebär att avdrag för dylika förluster ej medges.¹²⁶ Det finns vissa andra regler som anpassats till den speciella REMIC-strukturen, t ex att alla vinster och förluster från en avyttring av tillgångsmassan, räntebetalningar etc beskattas i samma förvärvskälla.

¹²⁴ Eftersom equity är ett residualanspråk, d v s equityinnehavarna tilldelas medel först när övriga intressenter tillgodosätts, kommer storleken på dessa medel att variera.

¹²⁵ Se ovan om risken för omklassificering av debt till equity.

¹²⁶ Norton, Spellman & Dupler, (Peaslee & Nirenberg), s 262.

6.3 BESKATTNING AV ORIGINATORN

Tidigare har beskattningen av specialbolag och investorer behandlats, och nu har turen kommit till originatorn, eller sponsorn som organiserar värdepapperiseringen.

Taxeringen av originatorn beror av flera faktorer, och redogörelsen syftar på intet sätt att vara uttömmande, utan avser att behandla troliga skattekonsekvenser för de vanligast förekommande strukturerna.

Skatteeffekterna för en originator som överlåter fastighetslån beror i första hand på huruvida överföringen av tillgångsmassan betraktas som en försäljning eller ett lån med fastighetslånen som underliggande säkerhet. Att låna med tillgångar som säkerhet är normalt sett inte en transaktion som utlöser beskattning. Om tillgångarna istället säljs, taxeras originatorn för vinsten, d v s vad försäljningen inbringat minus anskaffningsvärdet.¹²⁷

Om originatorn agerar servicebolag för den överförda lånepoolen, och specialbolaget betalar högre ersättning än vad som normalt sett annars skulle utgå för servicetjänsten, kommer ersättningen, i den del avgiften överstiger marknadsmässig nivå, att behandlas som att originatorn har ett equity-anspråk i den underliggande säkerhetspoolen. (Se ovan om excess servicing.) Originatorn anses då ha en form av äganderättsanspråk i specialbolaget.

6.3.1 Pass-through certificates

Beskattningen av originatorer som emitterar pass-through certificates är i de flesta fall okomplicerad.¹²⁸ Första ledet i transaktionen är att en grantor trust emitterar obligationer. Därefter byter trusten dessa obligationer mot originatorns fastighetslån. Bytet av lånen mot *alla* obligationer är inte en transaktion som utlöser beskattning. När originatorn sedan säljer några eller alla obligationer kommer detta däremot att behandlas som att andelar i den underliggande tillgångsmassan sålts, och följaktligen måste en vinst (eller förlust) som uppstått redovisas och tas upp till beskattning. Vinsten eller förlusten blir skillnaden mellan det som försäljningen realiserat och anskaffningsvärdet för lånen som är hänförliga till de obligationer som sålts.

6.3.2 Pay-through bonds

När det gäller beskattningen av pay-through bonds delar man skatterättsligt upp värdepapperiseringen i två transaktioner: överlåtelsen av tillgångsmassan från originatorn till specialbolaget i utbyte mot kapital och

¹²⁷ aa, s 288.

¹²⁸ 46 Tax. L. Rev., (1991), s 313.

emissionen av obligationer i utbyte mot kapital. Emissionen av pay-through bonds räknas inte som en försäljning av tillgångarna och är inte heller på annat sätt en beskattad transaktion. Överföringen av lånen är en mer komplex fråga, som beror på faktorer som huruvida överföringen i skattehänseende är att betrakta som en försäljning, eller om transaktionen ses som att lånen byts mot equity interests i specialbolaget; och vilken slags juridisk person specialbolaget skattemässigt är att klassificera som.

Oavsett om specialbolaget är en grantor trust, ett handelsbolag eller är ett vanligt aktiebolag kommer en originator som säljer vissa andelar eller alla equity interests i specialbolaget till ickerelaterade investorer, att få vidkännas skatt på vinsten. Vinsten beräknas till skillnaden mellan vad försäljningen inbringat och anskaffningsvärdet för de obligationer som sålts.¹²⁹

6.3.3 REMICs

En originator som överför en tillgångsmassa till en REMIC i utbyte mot regular och residual interests drabbas inte av några skatterättsliga konsekvenser av transaktionen. Tillgångsmassans anskaffningsvärde fördelas på de olika obligationerna utifrån det marknadsvärde obligationerna hade vid emissionen. Varje gång originatorn säljer andelar (interests) i REMICen realiserar en vinst eller en förlust på beloppet överstigande anskaffningsvärdet för andelen.¹³⁰

Den största skattemässiga skillnaden för en originator som väljer mellan att ansöka om REMIC-status och att emittera pay-through bonds genom en annan bolagsstruktur visar sig främst vid försäljning av obligationerna. Om man väljer att ha en vanlig trust som specialbolag, och inte ansöka om REMIC-behandling, kommer originatorn inte att behöva kännas vid någon vinst eller förlust vid tidpunkten då obligationerna bjuds ut till försäljning. Förklaringen är att obligationerna, som i det här fallet är debt, är ett slags lån som skall betalas tillbaka. Däremot kommer man att beskattas varje gång man säljer equity interests i bolaget. Beskattningsunderlaget beräknas utifrån andelen såld equity i förhållande till den totala andelen equity interests.¹³¹ Skulle originatorn istället välja en REMIC-status för specialbolaget beräknas beskattningsunderlaget mot bakgrund av *alla* interests i bolaget, d v s i proportion till både bonds och equity interests. Om de pay-through bonds som emitterats utgör 95% av de obligationer som bolaget sammanlagt givit ut, kommer följaktligen intäkterna av en försäljning av bonds att tas upp till 95%. Dessutom sker beskattningen omedelbart, oavsett om det är bonds eller equity som säljs.

När det gäller pass-through obligationer som skall emitteras spelar det skattemässigt ingen roll om originatorn väljer att tillskapa en

¹²⁹ 46 Tax. L. Rev., (1991), s 316.

¹³⁰ 12 Va. Tax. Rev., (1992), s 231.

¹³¹ Norton, Spellman & Dupler, (Peaslee & Nirenberg), s 290.

REMIC eller att utge obligationerna via en trust. Detta beror på att originatorn fortfarande äger den värdepapperiserade tillgångsmassan.

7. DEN SVENSKA BESKATTNINGEN AV VÄRDEPAPPERISERING

7.1 ÖVERLÅTELSEN AV TILLGÅNGAR

Redogörelsen för den svenska beskattningen av värdepapperisering bygger på att den tänkta strukturen används av aktörerna och accepteras av skattemyndigheterna. Framställningen kommer att fokuseras på de i värdepapperisering ingående transaktionerna som har störst skatterättslig betydelse.

Det första ledet i en värdepapperisering är att originatorn överlåter en homogen tillgångsmassa till specialbolaget. Hur överlåtelsen genomförs är av stor betydelse i ett flertal sammanhang och därför finns det anledning att vara noggrann vid utformningen. Som tidigare nämnts är det på grund av konkursrättsliga skäl och kapitaltäckningskrav viktigt att överföringen av tillgångarna blir sakrättsligt giltig. Även den skatterättsliga bedömningen påverkas av hur transaktionen utformas. Det civilrättsliga ägande- och överlåtelsebegreppet utgör visserligen grunden för den skatterättsliga bedömningen av om en överlåtelse anses ha kommit till stånd,¹³² men fullständig bundenhet föreligger inte. Numera tar Regeringsrätten inte bara hänsyn till den civilrättsliga innebörden av ett avtal utan även ekonomiska och andra effekter beaktas.¹³³

De aktuella fallen där Regeringsrätten snarare sett till substansen i transaktionerna än till deras form har handlat om finansiella leasingavtal med sale and lease-back konstruktion.¹³⁴ Frågan blir då om någon överlåtelse verkligen ägt rum i skatterättsligt hänseende och vem som är den egentlige ägaren. I de ovan nämnda leasingfallen företog Regeringsrätten en grundlig genomgång av de olika avtalsvillkoren mellan de inblandade parterna och drog slutsatsen att med hänsyn till att de rättigheter och skyldigheter som främst var knutna till äganderätten fortfarande var placerade hos överlåtaren, leasetagaren, hade någon reell överlåtelse inte ägt rum. Genomsynen innebar att överlåtelsen fränkändes

¹³² Bergström konstaterade i sin avhandling *Skatter och civilrätt*, 1978 att Regeringsrätten sällan frångick en civilrättslig terms allmänna innebörd och att den skatterättsliga bedömningen endast frångick den civilrättsliga i uppenbart konstruerade transaktioner. Bergström, *Skatter och civilrätt*, s 142. Senare praxis, t ex RÅ 1989 ref 62 I och II, visar att Regeringsrätten fortsatt att tolka rättshandlingar enligt deras civilrättsliga innebörd och manat till stor restriktivitet vad beträffar en skatterättslig avvikelse.

¹³³ Regeringsrättens dom den 24 juni 1998, mål nr 514—515-1994.

¹³⁴ Regeringsrättens domar den 24 juni 1998, mål nr 462-1994, 502—503-1994, 514—515-1994 och 6767-1994.

verkan och att leasetagaren därmed ansågs vara den egentlige ägaren till egendomen. Konsekvensen för den formelle ägaren, leasegivaren, blev att han inte var berättigad till värdepappersavdrag på den överlåtna egendomen.

Med tanke på att värdepapperisering är ett mellanting av försäljning av tillgångarna och lån med dem som säkerhet har värdepapperisering vissa likheter med sale and lease-back varför en jämförelse är av intresse. Särskilt stora är likheterna om en klausul om rätt till återköp av tillgångarna ingår i överlåtelseavtalet mellan originatorn och specialbolaget. Den relevanta likheten i det här sammanhanget är att det även i en värdepapperisering finns all anledning att ställa frågan vem som är den egentlige ägaren. Är de rättigheter och skyldigheter som är starkast förknippade med äganderätten placerade hos originatorn eller hos specialbolaget? Finns det några skattemässiga motiv till att specialbolaget formellt är ägare? För att investorer ska vara intresserade av de obligationer som emitteras av specialbolaget måste överlåtelsen av tillgångsmassan vara sakrättsligt giltig så att tillgångarna inte tas i anspråk vid en eventuell konkurs för originatorn. För att uppfylla det kravet måste de viktigaste i äganderätten ingående rättigheterna och skyldigheterna vara placerade hos specialbolaget. Vid en väl strukturerad värdepapperisering torde därför den egentlige ägaren alltid vara specialbolaget.

I en värdepapperisering där fordringarna är omsättningstillgångar är det inte aktuellt med värdepappersavdrag som kan vara attraktiva för specialbolaget. Frågan är om det finns några andra skattemässiga fördelar som uppnås som motiverar att man bortser från den valda formen. Som tidigare påpekats är inte syftet med en värdepapperisering att uppnå skattemässiga fördelar varför denna slutsats inte är särskilt förvånande.

7.1.1 Försäljning till marknadsvärdet

När en aktör vill sälja en tillgång till en annan fristående aktör försöker säljaren få ett så högt pris som möjligt vilket i normalfallet innebär att överlåtelsen sker till marknadsvärdet. Om tillgångsmassan överläts till marknadsvärdet kan det medföra skattekonsekvenser för originatorn. Detta beror på att tillgångarnas skattemässiga restvärde oftast är lägre än marknadsvärdet vilket resulterar i att en reavinst uppkommer. Reavinsten beräknas enligt reglerna i SIL 24§ 1 mom och 29§ 1 mom och beskattningen sker som vanligt i näringsverksamhet, SIL 2§ 1 mom 5 och 6 st. I jämförelse med lån där överföringen av lånesumman är skattefri är denna beskattning mycket oförmånlig för originatorn och den kan bidra till att göra en värdepapperisering olönsam.¹³⁵

Om man ser till substansen i en värdepapperisering så kan man hävda att det inte är en försäljning av tillgångarna utan ett lån med tillgångarna som säkerhet. Ett lån utlöser ingen reavinstbeskattning och

¹³⁵ I kapitlet Avslutning motiveras varför en parallell dras mellan lån och värdepapperisering.

följaktligen bör inte heller överlåtelsen av tillgångar i en värdepapperisering medföra reavinstbeskattning. Dessvärre är chansen minimal, nästan obefintlig, att detta synsätt godtas i gällande rätt, däremot är det ett argument de lege ferenda.

7.1.2 Försäljning till skattemässigt restvärde – uttagsbeskattning

För att försäljningen inte ska medföra en reavinstbeskattning hos originatorn överläts gärna tillgångarna till det skattemässiga restvärdet. En överlåtelse av tillgångarna till ett pris understigande marknadsvärdet medför dock uttagsbeskattning av originatorn om inte särskilda skäl föreligger, KL 22§ anv p1 4 st. Denna bestämmelse är på väg att förändras. Nyligen har en lagrådsremiss släppts och propositionen är att vänta till hösten 1998 eller våren 1999. Först kommer kort att redogöras för de nuvarande reglerna och sedan lite utförligare om de kommande reglerna såsom de skisseras i lagrådsremissen.¹³⁶

Ett sätt för en originator att undgå uttagsbeskattning är att påvisa att det egentligen inte är någon underprisöverlåtelse trots att priset uppenbarligen understiger marknadsvärdet. Avvikelsen från marknadsvärdet är affärsmässigt motiverad och beror på att originatorn får full kompensation för den överlåtna tillgångsmassan. Om obligationer emitteras till ett värde motsvarande det skattemässiga restvärdet innebär det att det finns ett övervärde i tillgångsmassan, sk overcollateralization, som fungerar som kreditförstärkning. En värdepapperiserad portfölj måste kreditförstärkas för att attrahera investorer varför originatorn får valuta för underprissättningen. Om kreditförstärkningen inte behöver tas i anspråk återförs överskottet genom vinsthemtagningen. Om obligationerna emitteras till ett värde motsvarande tillgångsmassans marknadsvärde kommer specialbolaget att på balansräkningens tillgångssida redovisa en kassa. Storleken på kassan är skillnaden mellan marknadsvärdet och det skattemässiga restvärdet. Om gäldenärerna fullgör sina förpliktelser innebär det att kassan blir ett överskott som sedan kan återföras till originatorn. Vare sig det blir något överskott eller ej kommer inte någon annan aktör än originatorn att gynnas. Om det blir ett överskott återförs det till originatorn, om det inte blir ett överskott beror det på att fordringarna inte var värda mer än köpeskillingen. Slutsatsen blir att transaktionerna sammantagna är marknadsmässiga. Med viss rätt går det således att hävda att någon underprisöverlåtelse inte föreligger.

Det kan dock ifrågasättas om inte den egentliga anledningen till att priset sätts till det skattemässiga restvärdet och inte till marknadsvärdet är att undvika uttagsbeskattning. Syftet skulle således vara rent skattemässigt vilket inte är acceptabelt. Argumenten för att det inte är något underpris förefaller vara starka och att originatorn till viss del

¹³⁶ Lagrådsremiss, *Omstruktureringar och beskattning*, 1998.

kompenseras torde vara ostridigt. Däremot kan diskuteras om full kompensation erhålls vilket kan resultera i att originatorn uttagsbeskattas för en del av beloppet som understiger marknadsvärdet.

Det finns alltså en möjlighet att uttagsbeskattning kan underlåtas utan att man prövar om särskilda skäl är för handen eller ej. Denna möjlighet torde inte påverkas av det nya regelsystemet.

7.1.3 Nuvarande regler

De särskilda skäl som krävs för att uttagsbeskattning ska underlåtas har fått sitt innehåll preciserat i praxis. Skälen kan sammanfattas i fem olika villkor som alla måste vara uppfyllda för att uttagsbeskattning ska underlåtas. Dessvärre kan inte alla dessa krav uppfyllas vid en värdepapperisering. Åtminstone kommer kravet på att ägarsamband¹³⁷ ska föreligga mellan det överlåtande och det förvärvande företaget inte vara uppfyllt.¹³⁸ Kravet är inte så strängt att ett 100 procentigt ägarsamband är nödvändigt utan det förefaller tillräckligt med ca 75-80%.¹³⁹ Vid en värdepapperisering är det normalt inte önskvärt med något ägarsamband överhuvud taget varför kravet inte kan uppfyllas.

De nuvarande reglerna för uttagsbeskattning innebär att originatorn kommer att uttagsbeskattas om en överlåtelse sker till ett pris understigande marknadsvärdet eftersom särskilda skäl för att underlåta beskattning inte är för handen vid en värdepapperisering. Konsekvensen är att originatorn beskattas för ett belopp motsvarande marknadsvärdet minus det skattemässiga restvärdet. Specialbolaget får marknadsvärdet som anskaffningsvärde, KL 23§ anv p 2.¹⁴⁰

7.1.4 De kommande reglerna

Förutsättningarna för när uttagsbeskattning ska ske kommer att förändras om innehållet i lagrådsremissen blir till lag. Framförallt kommer de särskilda skäl som utvecklats i praxis att förändras och sammanfattas i ett enda krav. Företagsskatteutredningen kom fram till att de fem villkor som utvecklats i praxis samtliga hade sin grund i att förhindra otillbörliga skatteförmåner.¹⁴¹ För att förenkla tillämpningen av reglerna om uttagsbeskattning, öka förutsebarheten och förbättra rättssäkerheten vill utredningen endast bibehålla kravet på att otillbörliga skatteförmåner inte uppnås.¹⁴²

¹³⁷ Wiman, *Koncernbeskattning*, s 114 ff.

¹³⁸ De fyra övriga villkoren är att organisatoriska skäl ska föreligga, att överlåtelsen inte medför någon otillbörlig skatteförmån, att de överlåtna tillgångarna inte byter skatterättslig karaktär från omsättningstillgångar till anläggningstillgångar, samt att tillgångarna inte lämnar den dubbelbeskattade sektorn. Se Wiman, s 105 ff.

¹³⁹ RÅ 1989 ref 19.

¹⁴⁰ Bestämmelsen gäller enligt ordalydelsen endast om överlåtelsen skett mellan två förvärvskällor som kontrolleras av samme skattskyldig och bestämmelsen måste därför tillämpas analogt.

¹⁴¹ T ex beträffande organisatoriska skäl, Lagrådsremiss *Omstruktureringar och beskattning*, 1998, s 132.

¹⁴² aa, s 134.

Utredningens uppfattning, som regeringen delar, är att med en otillbörlig skatteförmån menas "... en för den skattskyldige, eller någon han kan antas önska gynna, positiv skatteeffekt till följd av att uttagsbeskattning underlåts vid en underprisöverlåtelse, om skatteeffekten strider mot grunderna för andra lagar."¹⁴³ Både utredningen och regeringen är av den uppfattningen att denna allmänna definition bör ges en konkret innebörd i lagen för att öka förutsebarheten och i praktiken förbättra möjligheterna till omstruktureringar. De områden som främst berörs av otillbörlig skatteförmån är systemet för resultatutjämnning mellan olika företag, reavinstbeskattningen, beskattningen av aktiva delägare i fåmansföretag, samt systemet för lättnad i beskattningen av ägare till onoterade företag.¹⁴⁴

Vid en värdepapperisering är specialbolaget nybildat och saknar därför underskott, vilket innebär att reglerna om resultatutjämnning inte är tillämpliga. Det finns inte heller möjlighet att undvika reavinstbeskattning genom att överföra verksamheten till specialbolaget då detta inte har någon förlust som kan absorbera reavinsten. Dessutom äger inte originatorn specialbolaget vilket innebär att originatorn inte skulle kunnat utnyttja att specialbolagets aktier kan säljas utan reavinst. Varken fåmansföretagsreglerna eller lättnadsreglerna för onoterade bolag är av naturliga skäl tillämpliga. Slutsatsen är att en värdepapperisering inte aktualiserar något av de uppmärksammade regelkomplexen.

Vidare utreds om förhållandet att en otillbörlig skatteförmån inte anses föreligga i uttagsbeskattningssammanhang medför att lagen om skatteflykt inte kan vara tillämplig.¹⁴⁵ Regeringen menar att möjligheten finns att skatteflyktslagen är tillämplig vilket anses minska behovet av en vid definition av otillbörlig skatteförmån. Som tidigare påpekats är det inte skattemässiga skäl som ligger bakom en värdepapperisering och det är därför intuitivt riktigt att överlåtelsen av tillgångsmassan inte verkar innebära att en otillbörlig skatteförmån anses uppkomma för originatorn. Av samma anledning bör inte heller skatteflyktslagen aktualiseras vid överlåtelsen i en värdepapperisering.

Ett hinder mot att överlåtelsen av tillgångar i en värdepapperisering undgår uttagsbeskattning är regeringens uppfattning att koncernbidragsrätt måste föreligga för att enstaka tillgångar ska få överlåtas till underpris utan att uttagsbeskattning sker.¹⁴⁶ Endast om det är fråga om överlåtelse av en hel verksamhet eller en verksamhetsgren ska uttagsbeskattning kunna underlåtas om koncernbidragsrätt saknas. Vid en värdepapperisering är det sällan eller aldrig fråga om en överlåtelse av en hel verksamhet, däremot är det intressant att tolka begreppet verksamhetsgren. Utredningen har inte preciserat uttrycket närmare än att en verksamhetsgren är en del av en verksamhet som med fördel kan drivas som en självständig verksamhet. Regeringen vill att begreppet förtydligas men anger inte hur. Med utredningens definition kan den överlåtna tillgångsmassan i en värdepapperisering anses utgöra en verksamhetsgren då specialbolagets enda

¹⁴³ aa, s 135.

¹⁴⁴ aa, s 135 ff.

¹⁴⁵ Lagrådsremiss *Omstruktureringar och beskattning*, s 141 f.

¹⁴⁶ Lagrådsremiss *Omstruktureringar och beskattning*, s 133.

verksamhet är att äga fordringarna. Att det är lämpligt att fordringarna överförs till en självständig verksamhet är en av grundförutsättningarna för att en värdepapperisering ska genomföras överhuvud taget. Viss osäkerhet föreligger på den här punkten även om chanserna är goda att fordringarna anses utgöra en verksamhetsgren.

Sammanfattningsvis öppnar de kommande reglerna om uttagsbeskattning en möjlighet att undvika en beskattning av överlåtelsen av tillgångsmassan i en värdepapperisering. Främst beror det på att de särskilda skäl som krävs för att uttagsbeskattning ska underlåtas i framtiden ska utgöras av ett enda villkor - att någon otillbörlig skatteförmån inte uppkommer. Eftersom en värdepapperisering inte genomförs för att uppnå skattemässiga fördelar finns det starka argument för att överlåtelsen av tillgångsstocken inte ska medföra uttagsbeskattning av originatorn.

7.1.5 Gåvoskatt

En underprisöverlåtelse aktualiserar dessvärre frågan om gåvobeskattning. Som grund för det skatterättsliga begreppet gåva ligger det något vidare civilrättsliga begreppet.¹⁴⁷ För att det ska föreligga en gåva i skatterättsligt hänseende måste det därför vara en gåva civilrättsligt. Tre rekvisit måste vara uppfyllda för att en gåva ska föreligga. Dessa tre är förmögenhetsöverföring, frivillighet och gåvoavsikt.¹⁴⁸

Vid en underprisöverlåtelse är det uppenbart att det skett en förmögenhetsöverföring från originatorn till specialbolaget. Originatorns förmögenhet har minskat med skillnaden mellan marknadsvärdet och det skattemässiga restvärdet och specialbolagets förmögenhet har ökat med motsvarande belopp. Rekvizitet frivillighet är uppfyllt i och med att det är originatorn som initierar transaktionen. Vad som är diskutabelt är om någon gåvoavsikt verkligen föreligger. Som grund för att gåvoavsikt saknas kan den ovan förda argumentationen att originatorn i själva verket får full kompensation för de överlåtna tillgångarna i form av kreditförstärkning användas. Intrycket att gåvoavsikt saknas förstärks dessutom av att förutsättningen i en värdepapperisering är att allt eventuellt överskott återförs till originatorn. Avsikten är definitivt inte att gynna specialbolaget eller dess ägare.

Den praxis¹⁴⁹ som finns beträffande gåvobeskattning i samband med underprisöverlåtelser gäller främst förmögenhetsöverföring och gåvoavsikt. I en värdepapperisering är det som ovan konstaterats klart att en förmögenhetsöverföring är för handen. Vad gäller gåvoavsikten så skiljer sig förhållandena i rättsfallen markant från situationen i en värdepapperisering. I rättsfallen presumerade Högsta Domstolen att gåvoavsikt förelåg då HD menade att det var uppenbart för gåvogivaren att till denne närstående personer skulle komma att berikas tack vare underprisöverlåtelsen. I en värdepapperisering handlar det aldrig om fysiska

¹⁴⁷ Englund & Silfverberg, *Beskattning av arv och gåva*, s 109.

¹⁴⁸ Grosskopf & Rabe, *Det svenska skattesystemet*, s 316.

¹⁴⁹ NJA 1980 s 642 I och II, NJA 1995 not C 43.

personer som är varandra närstående och gåvoavsikten är därför inte särskilt uppenbar. Rättsfallen kan därför inte omedelbart läggas till grund för huruvida gåvoavsikt föreligger eller ej.

Däremot är rättsfallen av betydelse för bedömningen av vem som gynnas och mot vem gåvoavsikten är riktad om gåvoavsikt trots allt anses föreligga. Det naturliga svaret i en värdepapperisering är att det är originatorn som gynnas. Det beror på att specialbolagets syfte inte är att ge vinst till aktieägaren, stiftelsen, utan all eventuell vinst tillfaller originatorn. Om hänsyn tas enbart till överlåtelsen är det däremot specialbolaget som gynnas. Med tanke på den ovan nämnda praxisen är det troligt att gåvoavsikten anses riktad mot specialbolaget. I NJA 1980 s 642 I och II slog Högsta Domstolen fast att gåvoavsikten visserligen ytterst riktade sig mot aktieägarna men att den primärt var riktad mot aktiebolaget. Enligt den praxisen är det därför specialbolaget som gåvobeskattas i en värdepapperisering.

7.1.6 Mervärdesskatt

Huvudregeln vid omsättning av varor och tjänster är att mervärdesskatt ska utgå, mervärdesskattelagen (ML) 3 kap 1§. Skatteobjekt är således själva omsättningen av varor och tjänster.¹⁵⁰ Omsättning definieras i 2 kap 1§ och därav framgår att överlåtelsen i en värdepapperisering omfattas av bestämmelsen. Originatorn är skattskyldig då överlåtelsen görs i en yrkesmässig verksamhet bedriven i Sverige, ML 1 kap 1§ 1 st och 4 kap 1-4 §§. De grundläggande förutsättningarna för att mervärdesskatt ska utgå är uppfyllda och behöver inte analyseras mer ingående, istället är fokus på undantagbestämmelsen i ML 3 kap 9§.

Bestämmelsen i ML 3 kap 9§ undantar bank- och finansieringstjänster samt värdepappershandel från mervärdesskatteplikt. Det är inte helt klart vilka tjänster som innefattas i det uttrycket och inte heller vem det omfattar. Förarbetena är tyvärr inte särskilt utförliga och inte till någon större hjälp. I propositionen till den nuvarande mervärdesskattelagen (prop 1993/94:99) hänvisas till förarbetena till den gamla lagen med ett påpekande om att bestämmelsen inte ändrats. Dessvärre saknas kvalificerad ledning även i denna proposition, prop 1989/90:111. Där framgår endast att det är finansiella tjänster som avses och det är enbart notariatverksamhet som inte är befriad från mervärdesskatt som exemplifieras. Istället kan hjälp sökas i EG:s sjätte mervärdesskattedirektiv (77/388/EEG) som är bindande för Sverige sedan inträdet i EU 1995. EG-domstolen har vid flera tillfällen¹⁵¹ behandlat artikel 13 B (d) som undantar finansiella tjänster från mervärdesskatteplikt och funnit att artikeln har direkt effekt. Vad som stadgas i artikeln och EG-domstolens tolkning av den kan alltså utgöra en bra startpunkt för tolkningen av vad som innefattas i

¹⁵⁰ Mattsson, *Mervärdesskatt*, s 22.

¹⁵¹ T ex mål 8/81 [1982] ECR 53, Becker v Finanzamt Münster-Innenstadt. Mål 255/81 [1982] ECR 2301, Grendel GmbH v Finanzamt für Körperschaften in Hamburg. Mål C-2/95, Sparekassernes Datacenter v Skatteministeriet.

bank- och finansieringstjänster samt värdepappershandel. EG-domstolen har fastslagit att skattefriheten gäller omsättningen av varan eller tjänsten och att skattefriheten inte är beroende av vem som tillhandahåller varan eller tjänsten vid tillämpningen av artikel 13 B (d).¹⁵² Även Regeringsrätten förefaller vara av den uppfattningen vilket framgår av RÅ 1996 not 243. I det målet uttalar Regeringsrätten att det är svårt att fastställa vad som innefattas i finansieringstjänster men att viss ledning står att finna i definitionen av finansiell verksamhet i lagen om kreditmarknadsbolag. Dessutom menar Regeringsrätten att även andra och ytterligare tjänster kan omfattas av uttrycket finansieringstjänster. Även Hultqvist använder sig av näringsrättslig lagstiftning¹⁵³ för tolkningen av vad som innefattas i bank- och finansieringstjänster och han menar att den verksamhet som banker och kreditmarknadsföretag normalt bedriver är en lämplig utgångspunkt.¹⁵⁴

Om de tillgångar som värdepapperiseras utgörs av fordringar finns det goda möjligheter att mervärdesskatt inte behöver erläggas för överlåtelsen. Först bör utredas om lämnande av kredit omfattas av uttrycket. I förarbetena är utlåning ett av de få exempel på bank- och finansieringstjänster som anges och det är naturligt med tanke på att beviljande av krediter är en viktig del av verksamheten både för banker och kreditmarknadsföretag och som dessutom är lagreglerad för båda instituten, bankrörelselagen 2 kap 2§ p2 och lagen om kreditmarknadsbolag 1 kap 2§. Själva utlåningen är följaktligen en mervärdesskattebefriad bank- och finansieringstjänst.

Nästa steg är att undersöka om även överlåtelse av dessa krediter kan anses vara en bank- och finansieringstjänst. Anledningen till att fordringarna överlåts i en värdepapperisering är att originatorn behöver finansiering och att det således är fråga om en finansieringstjänst. Om finansieringen sker med lån istället skulle den vara mervärdesskattebefriad vilket tyder på att även överlåtelsen av fordringarna kan vara skattefri. Dessutom, som ovan konstaterats, är värdepapperisering ett mellanting av försäljning av tillgångsmassan och lån med tillgångsmassan som säkerhet vilket ytterligare förstärker möjligheten att överlåtelsen klassificeras som en mervärdesskattebefriad bank- och finansieringstjänst.

Ett annat alternativ är att överlåtelsen faller under uttrycket värdepappershandel. I förarbetena¹⁵⁵ görs en exemplifierande uppräknings av vad som innefattas i värdepappershandel och där ingår överlåtelse av fordringar. Överlåtelsen av fordringar i en värdepapperisering verkar därmed kunna falla såväl under finansieringstjänst som under värdepappershandel. Oavsett om man ser till syftet med överlåtelsen, finansiering, eller till formen för den, överlåtelse av fordringar, verkar den vara mervärdesskattebefriad. Antagligen behöver ingen distinktion göras mellan bank- och finansieringstjänster å ena sidan och värdepappershandel å andra sidan. Värdepappershandel är en del av bank- och

¹⁵² Mål C-281/91 ECR I-5405, Muys' en De Winter's Bouw- en Aannemingsbedrijf BV v Staatssecretaris van Financien. Mål C-2/95, Sparekassernes Datacenter v Skatteministeriet.

¹⁵³ Hultqvist, *Moms och finansiella tjänster*, s 129 ff.

¹⁵⁴ aa, s 132.

¹⁵⁵ Prop 1989/90:111 s 307.

finansieringsverksamheten och därför kan syftet med bestämmelsen antas vara att förtydliga att all värdepappershandel ska vara fri från mervärdesskatt, oavsett om den utgör en bank- och finansieringstjänst eller ej.¹⁵⁶ Det förefaller därför inte vara nödvändigt att hänföra en viss situation till det ena eller det andra begreppet utan situationen kan mycket väl falla under båda begreppen.

Ytterligare stöd för att anse att överlåtelsen ska vara fri från mervärdesskatt är en parallell till factoring. Beträffande factoring uttalas i SOU 1990:46 s 243 att factoring kan separeras i två olika tjänster, en bokföringstjänst och en finansieringstjänst, där den senare tjänsten är fri från mervärdesskatt. I betänkandet görs ingen distinktion mellan fakturaköp och fakturabelåning vilket får tolkas som att det är syftet, finansieringen, som är det essentiella. Eftersom syftet med överlåtelsen i en värdepapperisering är att skapa finansiering bör parallellen med factoring tillåtas.

7.2 VINSTHEMTAGNING

Ett av de mest intrikata problemen med värdepapperisering är den sk vinsthemtagningen. Utgångspunkten i en värdepapperisering är att inbetalningsströmmarna ska matchas så bra som möjligt med utbetalningsströmmarna så att ett nollresultat uppstår i specialbolaget. För att investorer ska våga köpa obligationerna kreditförstärks alltid den värdepapperiserade tillgångsstocken och en viss marginal upprätthålls alltid för att inte kreditförluster i tillgångsmassan ska förorsaka investorer förluster. Om kreditförlusterna blir mindre än beräknat kommer det att uppstå ett överskott i specialbolaget. Originatorn som är initiativtagare till projektet vill naturligtvis att ett eventuellt överskott i specialbolaget ska återföras till originatorn när värdepapperiseringen avslutas. Denna återföring av medel från specialbolaget till originatorn kallas vinsthemtagning. Övriga intressenter i specialbolaget har knappast något att invända mot att ett eventuellt överskott försvinner till originatorn. Detta beror på att samtliga övriga intressenter endast torde ha ett anspråk på debt i specialbolaget och de är således inte berättigade till någon residual. Den enda intressenten som har någon form av ägandeanspråk, equity, i specialbolaget är aktieägaren, men hans anspråk på överskottet kan avtalas bort i bolagsordningen genom att man låter specialbolagets syfte vara att bereda originatorn vinst eller att bolaget inte ska vara vinstgivande.¹⁵⁷

Det har utvecklats ett antal olika metoder att genomföra den på vilka ska redovisas mer eller mindre ingående beroende på metodens attraktionskraft i finansvärlden. Först ska dock några lösningar som inte är användbara presenteras. Dessa lösningar är nämligen de som oftast används i andra sammanhang när medel ska förflyttas mellan två besläktade företag.

Som tidigare uppmärksammats är det på grund av värdepapperiseringens konstruktion oftast otänkbart att specialbolaget är ett

¹⁵⁶ Hultqvist, s 142.

¹⁵⁷ Ett sådant syfte måste uttryckligen anges i bolagsordningen, ABL 12 kap 1§ 2 st.

dotterbolag till originatorn, vilket innebär att koncernbidrag inte kan användas för att genomföra vinsthemtagningen, SIL 2§ 3 mom 1 st. Koncernbidraget hade annars varit det bästa alternativet eftersom det är avdragsgillt hos specialbolaget. Hela vinsten skulle kunna överföras till originatorn utan några beskattningsekvenser hos specialbolaget. Ytterligare en fördel är att storleken på koncernbidraget kan anpassas exakt till det eventuella överskottet till skillnad från en del andra metoder.

Om det inte är lämpligt att specialbolaget är ett dotterbolag finns det sällan anledning att inneha aktier i specialbolaget överhuvud taget. Dessutom är det tveksamt om det är tillåtet att originatorn äger aktier i specialbolaget.¹⁵⁸ Därmed kan inte heller utdelning användas för vinsthemtagning. Om utdelning kan användas gäller att utdelningen inte är avdragsgill för specialbolaget, SIL 2§ 1 mom, och att den är skattepliktig för originatorn, SIL 3§ 1 mom. Eventuellt är utdelningen skattefri hos originatorn enligt SIL 7§ 8 mom 3 st.

7.2.1 Swap

En swap är ett avtal mellan två parter med innebörd att dessa utbyter kassaflöden, t ex valutor eller räntor,¹⁵⁹ med varandra under en viss period.¹⁶⁰ De utbytta kassaflödena baseras på ett bestämt underliggande nominellt belopp som dock aldrig utväxlas. Exempelvis kan den ena parten ha fordringar som löper med fast ränta och skulder som löper med rörlig ränta och den andra parten har fordringar med rörlig ränta och skulder med fast ränta. Om dessa parter ingår en ränteswap så att den första parten byter sin ränteintäkt i fast ränta till den andra partens ränteintäkt i rörlig ränta innebär det att både hans intäkter och utgifter är i form av rörlig ränta och han har då säkerställt att utgifterna matchas av intäkterna (underförstådd förutsättning är att räntorna är lika stora). Den andra parten är också nöjd då hans ränteutgift i fast ränta matchas av en ränteintäkt i fast ränta. Båda parterna har därmed eliminerat ränterisken, d v s båda parterna har blivit oberoende av hur räntan fluktuerar.

En swap kan utnyttjas för vinsthemtagning. Avtalet ingås då mellan originatorn och specialbolaget. Originatorn åtar sig att betala specialbolagets finansiella kostnader, räntebetalningarna på de emitterade obligationerna, i utbyte mot att specialbolaget förpliktar sig att till originatorn vidarebefordra de intäkter som de värdepapperiserade tillgångarna inbringar.¹⁶¹ Eventuella överskott hamnar därmed hos originatorn istället för hos specialbolaget. Dessutom kräver en swap ingen kapitalinsats från originatorns sida. Däremot måste originatorn ha kapitaltäckning för betalningsströmmen från

¹⁵⁸ Gregow, s 14. Gregow anser att det bör vara förbjudet för originatorn att äga aktier i specialbolaget.

¹⁵⁹ En swap kan omfatta vilka kassaflöden som helst. Hull, *Options, Futures and Other Derivatives*, s 130 f.

¹⁶⁰ Giddy, *Global Financial Markets*, s 361 ff.

¹⁶¹ Shaw, (Robinson & Ferran), s 256 f.

specialbolaget.¹⁶² Om ett netting¹⁶³-avtal¹⁶⁴ ingås mellan parterna krävs endast kapitaltäckning för originatorns nettoposition.¹⁶⁵

För närvarande saknar Sverige särskild skattelagstiftning för beskattning av swaptransaktioner. Istället måste de generella skattereglerna användas vilket innebär att det är de ursprungliga betalningsströmmarna som beskattas respektive ger upphov till avdrag hos den parten de härstammar från.¹⁶⁶ För en normal swap innebär det att parten som ursprungligen betalade en fast ränta får avdrag för den räntekostnaden trots att han numera betalar en annan, rörlig, ränta. På motsvarande sätt får den andra parten avdrag för sina ursprungliga rörliga räntekostnader. En värdepapperiseringswap är dock annorlunda konstruerad då de båda ursprungliga betalningsströmmarna är hänförliga till specialbolaget. Om beskattningen sker såsom av en normal swap innebär det att båda betalningsströmmarna beskattas hos specialbolaget. Denna lösning är i så fall mycket fördelaktig både för specialbolaget och originatorn. Specialbolaget beskattas då för överskottet vilket skulle kunna dras av mot de uppstartningskostnader, strukturkostnader, som specialbolaget bestridit vid arrangerandet av värdepapperiseringen. Strukturkostnaderna som består av t ex avgifter till ratinginstitut, är omedelbart avdragsgilla trots att de uppkommit före verksamhetens påbörjande, KL 23§ anv p 26. Det är tänkbart att skattemyndigheten hävdar att det handlar om kostnader för förvärv av förvärvskälla vilket innebär att omedelbart avdrag ej medges. Mot det kan anföras att värdepapperisering är en finansieringsform och att samtliga kostnader som bestrids är förknippade med finansieringen av redan existerande förvärvskällor. Mot den bakgrunden kan det möjligen hävdas att det snarare är originatorn än specialbolaget som är berättigat till avdrag.

Originatorns position är mycket fördelaktig då överskottet inte medför några skattekostnader, varken i form av vinstbeskattning eller i form av mervärdesskatt. Emellertid kan man tänka sig att skattemyndigheterna är av en annan uppfattning och vill beskatta enligt någon annan, mindre förmånlig metod. I värdepapperiseringens begynnelse var en swaptransaktion den vanligaste metoden för vinsthemtagning i England,¹⁶⁷ just på grund av den förmånliga beskattningen. Numera krävs ett medgivande från de engelska skattemyndigheterna the Inland Revenue för att en sådan förmånlig beskattning av en swaptransaktion ska erhållas. Dessvärre är dessa medgivanden mycket sällsynta. Mot bakgrund av den engelska utvecklingen ligger det nära till hands att de svenska skattemyndigheterna försöker med någon form av genomsyn.

¹⁶² 4 kap 2§ lagen om kapitaltäckning och stora exponeringar för kreditinstitut och värdepappersbolag.

¹⁶³ Netting liknar kvittning men är ingen vedertagen juridisk term. Netting innebär att två parter samtliga krav på varandra beträffande finansiella instrument omvandlas till en enda nettoposition. För en definition av netting se SOU 1993:114.

¹⁶⁴ 5 kap 1§ lagen om handel med finansiella instrument.

¹⁶⁵ Mörner, *Swappar - några juridiska aspekter*, JT 1996/97:3 s 649-667, s 662 f.

¹⁶⁶ Rutberg, Rutberg & Molander, *Beskattning av värdepapper*, s 215.

¹⁶⁷ Shaw, (Ferguson), s 300.

7.2.2 Parallella lån

Parallella lån innebär att originatorn lånar ut pengar till specialbolaget samtidigt som specialbolaget lånar ut samma summa till originatorn.¹⁶⁸ Skillnaden i lånevillkoren är storleken på räntan. Originatorn betalar lika mycket i ränta som specialbolaget betalar i ränta på de emitterade obligationerna. Den ränta specialbolaget betalar är lika stor som räntan på de värdepapperiserade tillgångarna. Eftersom ränteintäkterna från de värdepapperiserade tillgångarna som regel överstiger ränteutgifterna på de emitterade obligationerna blir resultatet att ett eventuellt överskott hamnar hos originatorn istället för hos specialbolaget.

Parallella lån har stora likheter med en swaptransaktion och slutresultatet är ekonomiskt sett detsamma. Skillnaden är att två låneavtal har ingåtts vilket i sig får konsekvenser. Visserligen innebär det att båda parter har tagit på sig en kreditrisk men då båda har en motfordran på varandra som kan användas till kvittning finns det ingen reell risk i en eventuell insolvenssituation, Konkurslagen 5 kap 15§. Eftersom originatorn omedelbart får tillbaka kapitalbeloppet innebär det att något kapital inte binds upp, däremot kräver fordringen på specialbolaget kapitaltäckning. Trots att fordran är kvittningsbar om specialbolaget blir insolvent omfattas situationen inte av bestämmelserna i 3 kap 1§ 2 st lagen om kapitaltäckning och stora exponeringar för kreditinstitut och värdepappersbolag om undantag från kapitaltäckning.

Inga komplikationer torde uppkomma vid beskattningen av originatorn. Originatorn beskattas för ränteintäkten och medges avdrag för ränteutgiften. Specialbolaget beskattas för ränteintäkten och medges avdrag för ränteutgiften. Frågan är dock om avdrag medges för hela ränteutgiften. Risken är stor att skattemyndigheterna kommer att neka avdrag för den del av ränteutgiften som överstiger ränteintäkten på den grunden att parterna erlägger olika räntor på samma kapitalbelopp och att transaktionernas syfte är att undvika dubbelbeskattning av vinst. Situationen är alltså densamma som den med serviceavgifterna som överstiger marknadsmässig nivå. I den här situationen är det troligen egalt om specialbolaget medges fullt avdrag eller ej. Anledningen är att det antagligen inte finns några andra vinster i specialbolaget som ränteförlusten kan användas till att kvittas mot. Slutsatsen är att specialbolaget saknar beskattningsbar inkomst hur det än går med avdraget för ränteutgiften.

7.2.3 Tilläggsköpeskilling

Metoden tilläggsköpeskilling innebär att specialbolaget åtar sig att betala en summa till originatorn utöver köpeskillingen som erläggs vid överlåtelsen av tillgångsstocken. Tilläggsköpeskillingen erläggs oftast i samband med att värdepapperiseringen avslutas och utgör då en efterställd fordran. I vissa fall utbetalas tilläggsköpeskillingen löpande till originatorn efter hand om alla

¹⁶⁸ Shaw, (Ferguson), s 300 f.

in- och utbetalningar sker planenligt.¹⁶⁹ I princip betalar specialbolaget skillnaden mellan sina intäkter och kostnader till originatorn.

Den skatterättsliga behandlingen av tilläggsköpeskillingen är densamma som för den ursprungliga köpeskillingen. Hos specialbolaget innebär det att tilläggsköpeskillingen inte är en avdragsgill kostnad, SIL 2§ 1 mom 1 st och KL 20§. Detta betyder att specialbolaget måste skatta fram medel för att kunna betala originatorn. För originatorns del innebär det att tilläggsköpeskillingen beskattas såsom huvudköpeskillingen, d v s reavinsten på de sålda tillgångarna ökas alternativt reaförlusten minskas, SIL 24§ 1 mom.¹⁷⁰ Eftersom tilläggsköpeskillingens storlek är okänd vid överlåtelsen utlöses beskattningen av den först när beloppet blir känt, SIL 24§ 4 mom 2 st, vilket i praktiken sällan inträffar förrän betalningen realiserats.

Då en tilläggsköpeskillning får negativa skattemässiga konsekvenser för både specialbolaget och originatorn i och med att beloppet först måste skattas fram hos specialbolaget och sedan beskattas hos originatorn, är detta sällan en lyckad lösning.

7.2.4 Förlagsbevis

Specialbolaget kan utfärda förlagsbevis vilket är ett skuldebrev med villkor att innehavaren erhåller betalning först sedan övriga fordringsägare fått vad de ska ha.¹⁷¹ Detta är ett slags efterställt lån vilket innebär att originatorn måste låna ut kapital till specialbolaget. Att specialbolaget måste tillföras kapital har två nackdelar för originatorn. Dels måste en originator som har kapitaltäckningskrav ha kapitaltäckning för kapitalbeloppet,¹⁷² dels binds kapital upp som inte kan användas i bättre projekt. Vinsthemtagningen sker genom räntebetalningarna på lånet. Eftersom räntan inte är resultatberoende behöver originatorn inte ha kapitaltäckning för den.¹⁷³ Då storleken på överskottet i specialbolaget är svårt att fastställa när värdepapperiseringen påbörjas är förlagsbeviset sällan ett tillräckligt precist medel för att återföra överskottet till originatorn.

Räntebetalningarna är avdragsgilla för specialbolaget, åtminstone till den del räntan är marknadsmässig. Betalningen av kapitalbeloppet är däremot inte avdragsgill, SIL 2§ 1 mom och KL 20§ 2 st. Hos originatorn beskattas hela ränteintäkten oavsett om den helt eller endast delvis är avdragsgill för specialbolaget.

¹⁶⁹ aa, s 301 f.

¹⁷⁰ Om den överlåtna tillgångsmassan utgörs av fordringar regleras reavinstberäkningen av SIL 29§.

¹⁷¹ Rodhe, *Aktiebolagsrätt*, s 81.

¹⁷² Lag (1994:2004) om kapitaltäckning och stora exponeringar för kreditinstitut och värdepappersbolag 3 kap 1§ 1 st D.

¹⁷³ Rutberg, Rutberg & Molander, s 105.

7.2.5 Vinstandelsbevis

Ett vinstandelsbevis eller vinstandelslån är ett lån där räntan är rörlig och beroende av utställarens ekonomiska resultat.¹⁷⁴ Däremot har inte innehavaren av vinstandelsbeviset någon andel i utställarens förmögenhet.¹⁷⁵ Att avkastningen är beroende av specialbolagets vinst gör att beviset påminner om en preferensaktie men med den fördelen att det är tillåtet för en originator att inneha ett vinstandelsbevis. Det är dock inte tillåtet att göra även kapitalbeloppets storlek beroende av utställarens ekonomiska resultat, ABL 7 kap 3§ 1 st. Ett vinstandelsbevis har samma nackdelar som ett förlagsbevis i kapitalhänseende, d v s kapital binds upp och kapitaltäckning krävs för kapitalbeloppet.¹⁷⁶ Även för vinstandelsbeviset sker vinsthemtagningen genom räntebetalningarna men med den fördelen att den resultatberoende räntan är ett betydligt mer precist instrument att återföra eventuella överskott.

Beskattning av vinstandelslån är reglerad i SIL 2§ 9 mom beträffande utfärdarens ställning. Reglernas syfte är att begränsa aktieägarnas möjligheter att ta ut företagets vinst genom räntor istället för utdelning. Då originatorn i normalfallet inte äger aktier i specialbolaget blir knäckfrågan när det gäller värdepapperisering om specialbolaget och originatorn har sådan intressegemenskap som avses i KL 43§ anv p 1, SIL 2§ 9 mom 3 st b. Om dylik ekonomisk intressegemenskap anses föreligga blir följden att specialbolaget nekas avdrag för den resultatberoende delen av räntan på vinstandelslånet.

Det finns flera olika fristående grunder för intressegemenskap. Den första grunden är ägarsamband mellan de båda företagen. Samband anses föreligga dels om det ena företaget direkt eller indirekt äger kapital i det andra företaget, dels om samma personer direkt eller indirekt är ägare i de båda företagen.¹⁷⁷ Det är alltså fråga om kapitalförhållandena. Något sådant samband föreligger normalt inte vid en värdepapperisering varför den grunden sällan konstituerar intressegemenskap mellan originator och specialbolag.

Den andra grunden bygger på att kontrollen över de båda bolagen utövas av samma personer.¹⁷⁸ Det kan handla om att det ena bolagets ledning deltar i ledningen eller övervakningen¹⁷⁹ av det andra bolaget. Med tanke på Bank of Englands och Gregows inställning till att originatorn besätter specialbolagets styrelse med sin personal är det inte särskilt troligt att så kommer ske, vilket innebär att kontrollgemenskap formellt inte kommer att föreligga. Frågan är om specialbolaget kan anses

¹⁷⁴ Rodhe, s 79.

¹⁷⁵ Rutberg, Rutberg & Molander, s 165.

¹⁷⁶ Rutberg & Molander menar att även den rörliga räntan kan kräva kapitaltäckning hos originatorn, Rutberg & Molander, s 106. Vi är dock tveksamma till den tolkningen av lagen om kapitaltäckning och stora exponeringar för kreditinstitut och värdepappersbolag.

¹⁷⁷ Aldén, *Om regelkonkurrens inom inkomstskatterätten*, s 121.

¹⁷⁸ aa, s 124.

¹⁷⁹ Exempel på övervakning skulle utövande av rösträtt på bolagsstämma kunna vara, vilket dock sällan är aktuellt vid en värdepapperisering.

vara informellt¹⁸⁰ beroende av originatorn. För detta talar att specialbolaget i praktiken endast är ett sk brevlådeföretag utan egen personal och utan större möjligheter att agera överhuvud taget. Mot ett informellt beroende talar den överhängande risken att bolagens balansräkningar konsolideras vilken kan antas leda till att originatorn ser till att specialbolaget verkligen är fristående och självständigt. Med andra ord finns det goda skäl för originatorn att undvika situationer som gör specialbolaget informellt beroende.

Av förarbetena¹⁸¹ framgår att det inte var avsett att vara en uttömmande reglering av situationer som klassificeras som intressegemenskap. En subjektiv tolkning av stadgandet skulle innebära att även andra fall kan konstituera grund för intressegemenskap. Om en subjektiv tolkning av anvisningspunkten är tillåten kan den form av ekonomisk intressegemenskap som föreligger mellan originatorn och specialbolaget anses vara en sådan som faller innanför anvisningspunktens tillämpningsområde. Att originatorn och specialbolaget är i någon form av ekonomisk intressegemenskap torde vara odiskutabelt med tanke på värdepapperiseringens säregna konstruktion. Först och främst kan det diskuteras huruvida det är tillåtet att göra en subjektiv tolkning av anvisningspunkten då den framstår som klar.¹⁸² Vidare kan det diskuteras om intressegemenskapen är så påfallande att den böra falla inom ramen för anvisningspunkten. Trots allt är vinsthemtagningen själva essensen i den ekonomiska intressegemenskapen och då vinsthemtagningen sker just genom vinstandelslånet kan det argumenteras för att någon starkare intressegemenskap, dessförinnan eller utan det, inte existerar.

Om originatorn och specialbolaget anses vara i en sådan ekonomisk intressegemenskap som faller under bestämmelsen är följden att specialbolaget nekas avdrag för den resultatberoende delen av räntan på vinstandelslånet, SIL 2§ 9 mom 3 st. I annat fall medges specialbolaget avdrag. För originatorn är räntan skattepliktig intäkt oavsett hur den behandlas hos specialbolaget.

Fördelen med vinstandelslån är att det är ett smidigt och flexibelt instrument för att lösa vinsthemtagningen. Dessutom är räntan troligen avdragsgill för specialbolaget. Nackdelen är att originatorn måste satsa kapital och att kapitaltäckning krävs.

7.2.6 Serviceavgifter

Serviceavgifter syftar till den betalning som specialbolaget erlägger till servicebolaget för utförd administration av tillgångsmassan. Eftersom det oftast är originatorn som anlitas som servicebolag har dessa serviceavgifter även använts till att återföra eventuella överskott till originatorn. Som vinsthemtagningsmetod är den utmärkt då avgifterna kan anpassas efterhand

¹⁸⁰ Enligt Aldén, s 125 omfattas även informellt beroende i definitionen av ekonomisk intressegemenskap.

¹⁸¹ Prop 1982/83:73 s 12.

¹⁸² Se Aldén, s 125.

som det visar sig att det finns ett överskott. Originatorn behöver inte tillföra specialbolaget något extra kapital för att kunna utnyttja den här varianten av vinsthemtagning vilket är en betydande del av förklaringen till metodens popularitet. Att inget extra kapital krävs innebär att serviceavgifterna inte medför några kostnader för originatorn om man bortser från skattekonsekvenserna.

Gregow¹⁸³ menar att det inte bör vara tillåtet för originatorn att ta mer än marknadsmässig ersättning i serviceavgift. Anledningen är att specialbolaget annars inte är att betrakta som ett självständigt och oberoende företag med följd att om den överlåtna tillgångsmassan utgörs av fordringar måste originatorn fortfarande ha kapitaltäckning för dessa fordringar. Det är dock tveksamt om Gregows skeptiska inställning är befogad. Det kritiska i förfarandet torde vara att originatorn administrerar sina gamla fordringar och inte att den får betalt för det. Visserligen innebär en hög serviceavgift som är resultatberoende att originatorns intresse i specialbolaget är starkare än om endast en marknadsmässig serviceavgift utgår, men skillnaden i de båda fallen är endast upside-risken¹⁸⁴ medan downside-risken är densamma. Att en upside-risk skulle föranleda att kapitaltäckning krävs förefaller mycket märkligt och det finns därför anledning att anta att Gregows åsikt inte får gehör.

Dessvärre är inte heller den skatterättsliga behandlingen av serviceavgifter okomplicerad och det är tveksamt om de skattemässiga konsekvenserna är särskilt gynnsamma. En marknadsmässig¹⁸⁵ serviceavgift skulle säkerligen accepteras av skattemyndigheterna och fullt avdrag skulle medges för specialbolaget enligt SIL 2§ 1 mom och KL 20§ 1 st. Om det kan påvisas att ersättningen är högre än en marknadsmässig är det möjligt att skattemyndigheterna skulle neka avdragsrätt för den delen som överstiger den marknadsmässiga ersättningen. Anledningen skulle vara att det är fråga om vinsthemtagning och att det i andra sammanhang görs allt för att förhindra att vinst endast enkelbeskattas.¹⁸⁶

För originatorn är ersättningen fullt skattepliktig och det torde sakna betydelse hur serviceavgifterna behandlas hos specialbolaget. Den stora frågan är istället om den utförda tjänsten är mervärdesskattepliktig. Om serviceuppgiften är mervärdesskattepliktig beror på tolkningen av uttrycken notariatverksamhet och administrativa tjänster avseende factoring i ML 3 kap 9§ 2 st. Frågan är om administrationen av specialbolagets tillgångsmassa faller under något av dessa uttryck vilket i så fall innebär att tjänsten är mervärdesskattepliktig. I förarbetena¹⁸⁷ exemplifieras notariatverksamhet varvid förvaltning av lån för någon annans räkning ingår

¹⁸³ Gregow, s 11.

¹⁸⁴ Med upside-risken menas möjligheten att utfallet blir bättre än förväntat. Downside-risk innebär följaktligen risken att utfallet blir sämre än förväntat.

¹⁸⁵ Ledning för att bedöma vad som är marknadsmässig ersättning torde kunna fås från t ex KL 42§ anvis p1 3 st och OECD:s transferregler.

¹⁸⁶ Se Rutberg, Rutberg & Molander, s 166, om syftet med den begränsade avdragsrätten för vinstandelslån.

¹⁸⁷ Prop 1989/90:111 s 104 och 193.

i uppräknigen. Men av förarbetena framgår även att de tjänster som avses kan anses vara skiljbara från finansiella tjänster och att de vanligen tillhandahålls slutkonsumenter. Specialbolaget är ingen privatperson och torde därför inte tillhöra den grupp som slutkonsument¹⁸⁸ syftar på, vilket indikerar att situationen inte omfattas av begreppet notariatverksamhet. Dessutom är det tveksamt om administrationen av tillgångsstocken är en sådan tjänst som är avskiljbar från finansieringen vilket tyder på att det istället är fråga om en finansieringstjänst. Att förvaltning av lån ingår i den exemplifierande uppräknigen i förarbetena komplicerar tolkningen då det talar för att servicetjänsten innefattas i notariatverksamhet. Mot detta talar att utgångspunkten för begreppet notariatverksamhet är bankernas traditionella notariatavdelningar och de tjänster som utförs av dem.¹⁸⁹ Främst är det de ekonomiska och juridiska konsulttjänsterna såsom upprättande av deklARATIONER, testamenten och avtal som man vill beskatta.¹⁹⁰ Sammantaget med notariatverksamhetens inriktning mot slutkonsumenter finns det goda grunder för att tro att administrationen av tillgångsmassan inte omfattas av uttrycket notariatverksamhet.

Uttrycket administrativa tjänster avseende factoring är intressant att syna närmare då en värdepapperisering till viss del liknar factoring.¹⁹¹ Factoring är oftast en form av fakturabelåning, d v s borgenären lånar medel med sina fordringar som säkerhet, även om fakturaköp existerar. Fakturabelåning innebär att borgenären fortfarande står kreditrisken för dessa fordringar och att den nye långgivaren endast administrerar fordringarna, medan fakturaköp innebär att fakturaköparen tar på sig kreditrisken och att fakturasäljaren endast behåller vissa förpliktelser mot fakturagäldenärerna. Värdepapperisering liknar fakturaköp i det att kreditrisken övergår från den ursprunglige kreditgivaren och fakturabelåning i det att fordringarna utgör säkerhet för den ursprunglige borgenärens finansiering. Frågan är då om tjänsten att administrera tillgångsmassan i en värdepapperisering är att jämföras med de administrativa tjänsterna avseende factoring. De största likheterna finns mellan fakturabelåning och värdepapperisering då administrationen i båda fallen sköts av en aktör som inte äger tillgångsmassan och därmed inte heller står någon kreditrisk. I praktiken utförs samma sysslor vid administrationen även om det rent tekniskt är mer avancerat vid en värdepapperisering då det är fråga om ett betydligt större antal tillgångar och att även utbetalningar ska administreras. En skillnad är att det är den ursprunglige borgenären som är administrator vid värdepapperisering och därför kan administrera tillgångarna som om de aldrig hade sålts. Vid en värdepapperisering är det tydligt att finansieringstjänsten har separerats från de övriga tjänsterna som tillhandahålls. Undantaget från mervärdesskatteplikt är främst avsett att gälla just finansieringstjänster vilket i hög grad talar för att administrationen

¹⁸⁸ Hultqvist, s 139.

¹⁸⁹ aa, s 138.

¹⁹⁰ SOU 1990:46 s 82.

¹⁹¹ Nydrén, s 223.

är mervärdesskattepliktig om det inte kan påvisas att även andra tjänster än de rent administrativa som är likvärdiga med de som utförs vid factoring ingår. Faktum är att det är svårt att påvisa några väsentliga skillnader. Istället är den starkaste grunden för att mervärdesskatt inte ska utgå en bokstavstolkning av administrativa tjänster avseende factoring, vilken ger att bestämmelsen inte är tillämplig på värdepapperisering. Administrationen är i så fall en bank- och finansieringstjänst som inte är mervärdesskattepliktig.

8 AVSLUTNING

8.1 JÄMFÖRELSE MELLAN SVERIGE OCH USA

Idag är värdepapperisering ingen ekonomiskt lönsam finansieringsform i Sverige och därför förekommer den inte på den svenska marknaden.¹⁹² Det stora hindret ligger i civilrättsliga regleringar som innebär att specialbolaget kommer att klassificeras som ett kreditmarknadsbolag. Följden är att kapitaltäckningsreglerna gäller för specialbolaget vilket medför betydande kapitalkostnader. Svenska aktörer har kringgått detta problem genom att registrera specialbolaget på Jersey eller Irland. Förutom att de civilrättsliga frågorna inte ställts på sin spets finns det ingen skatterättslig praxis angående de för värdepapperisering centrala skatterättsliga frågorna. Utgångspunkten för hur en värdepapperisering kommer att struktureras i Sverige är de idéer som framförts av värdepapperiseringens förespråkare, t ex Fredrik Månsson på Öhmans Fondkommission. Denna struktur har i princip bekräftats av Celsius-affären. Strukturen är anpassad efter de civilrättsliga förutsättningar som gäller i Sverige och där hänsyn tagits till de skillnader som föreligger gentemot det anglo-saxiska rättssystemet. Som ovan nämnts var Celsius-affären ingen äkta värdepapperisering och kan därför inte läggas till grund för några långtgående slutsatser. Bristen på genomförda transaktioner och den fullständiga avsaknaden av domstolspraxis gör det svårt att uttala sig om hur värdepapperiseringar i Sverige verkligen kommer att struktureras. En väsentlig frågeställning är om den skisserade civilrättsliga formen kommer att accepteras av skattemyndigheterna eller om det finns risk för en skatterättslig omklassificering motsvarande den i USA, t ex att obligationerna klassas som equity istället för debt i skatteavseende. Att försöka uttala sig om eventuella omklassificeringar och konsekvenserna av dessa skulle bli allt för spekulativt. I framställningen har istället fokuserats på de ekonomiskt sett viktigaste skattemässiga konsekvenserna under förutsättning att den civilrättsliga strukturen accepteras.

Överlåtelsen av tillgångsmassan från originatorn till specialbolaget riskeras att beskattas i Sverige vilket även är fallet i USA. I USA kan beskattningen ske med en liten fördröjning beroende på att strukturen är något annorlunda. Där byter originatorn tillgångsmassan mot obligationer i trusten (eller vilken juridisk person som helst om REMIC-status erhållits) utan att detta byte får några skattemässiga konsekvenser. Nästa led är att originatorn säljer obligationerna till olika investorer. Originatorn beskattas då som om anskaffningsvärdet för tillgångsmassan var

¹⁹² Den enda helsvenska värdepapperiseringen som genomförts, Celsius-affären, var som ovan påpekats ingen äkta värdepapperisering utan liknade mer ett avancerat lån. Celsius-affären behandlas i stycket 2.6.2.

anskaffningsvärde för obligationerna. Överlåtelsen medför alltså motsvarande skattekonsekvenser i USA som i Sverige, om än med en liten fördröjning. En värdepapperisering strukturerad på motsvarande sätt i Sverige skulle få samma skattekonsekvenser som dagens direkta försäljning. Enligt SIL 24§ 2 mom 1 st jämför byt med försäljning vilket medför att samma skattekonsekvenser inträder. Ett byte där originatorn erhåller obligationer istället för en försäljning där originatorn erhåller kontanter innebär således ingen förbättring i beskattningshänseende. Anledningen till att beskattningkonsekvenserna av överlåtelsen inte givits större utrymme i framställningen är att det i USA inte råder någon osäkerhet kring beskattningen av överlåtelsen av tillgångsmassan.

Vinsthemtagningen är av större betydelse i Sverige än i USA. Förklaringen ligger i obligationsstrukturen som skisseras för svenska värdepapperiseringar. Där förutsätts att samtliga obligationer som emitteras av specialbolaget är debt, d v s vanliga skulder. Om så är fallet och det i specialbolagets bolagsordning angivits att bolaget inte har något vinstsyfte innebär det att ingen intressent har ett äganderättsanspråk, equity, i specialbolaget. Formellt sett har inte originatorn det heller och den har heller ingen juridiskt skyddad rättighet till överskottet i specialbolaget. Att originatorn ändå kan tillgodogöra sig ett eventuellt överskott beror alltså på att ingen annan har bättre rätt till det. I USA har i princip alltid någon intressent ett equity-anspråk i specialbolaget. Att det finns ett anspråk på equity i specialbolaget innebär att det är någon som är berättigad till vinsten från verksamheten vilket betyder att originatorn får konkurrens om överskottet. Originatorn måste helt enkelt ha någon form av äganderätt, equity, i specialbolaget för att kunna tillgodogöra sig residualen. En amerikansk originator har därmed ofta ett naturligt anspråk på överskottet och behöver därför inte använda sig av vinsthemtagning. I viss mån sker vinsthemtagning ändå för att undvika dubbelbeskattning men den är inte ett lika betydelsefullt inslag som i den tänkta svenska värdepapperiseringsstrukturen.

Den svenska obligationsstrukturen påminner mest om pay-through bonds då investorer ska äga obligationen och inte den underliggande tillgångsmassan. Om den svenska utvecklingen följer den amerikanska finns det stor anledning att anta att obligationsstrukturen kommer att underkännas skatterättsligt. Om obligationerna omklassificeras till equity medför det att ränteutbetalningarna till investorer inte är avdragsgilla för specialbolaget. Den skattemässiga situationen blir därmed mycket oförmånlig för specialbolaget. Detta beror på att ränteintäkterna inte kan kvittas mot ränteutgifter vilket medför att en vinst kommer att uppstå, vilken beskattas i specialbolaget. Dessutom kommer denna vinst att beskattas när den överförs till investorer respektive originatorn. Resultatet är alltså en dubbelbeskattning av ett betydande belopp.

I USA insåg myndigheterna att reglerna var begränsande för marknadens aktörer då de hindrade önskvärda värdepapperiseringsstrukturer. För att förbättra den ekonomiska effektiviteten och samtidigt styra aktörerna mot ett önskat beteende skapades

REMICs genom lagstiftning. I Sverige måste först och främst civilrättslig lagstiftning införas för att möjliggöra och stimulera värdepapperisering som finansieringsform. Dessförinnan är det svårt att uttala sig om de skatterättsliga konsekvensernas inverkan på den ekonomiska effektiviteten i detta sammanhang. Som ovan antytts förefaller den skatterättsliga tyngdpunkten ligga på andra områden i Sverige än i USA. En förklaring kan vara att den tänkta strukturen aldrig prövats av svenska skattedomstolar vilket innebär att problemen med pay-through bonds inte aktualiserats. En annan förklaring kan vara att transaktionskostnaderna för en värdepapperisering sjunkit markant i USA tack vare den omfattande användningen av finansieringsformen. Med låga transaktionskostnader finns det större utrymme att absorbera skattekostnader och ändå uppnå en lönsam lösning. Slutsatsen av detta resonemang är att de förväntade skattekostnaderna för överlåtelsen av tillgångsmassan och vinsthemtagningen kan vara så stora att en värdepapperisering inte är lönsam i Sverige medan motsvarande beskattning i USA inte hindrar en värdepapperisering från att vara lönsam.

8.2 JÄMFÖRELSE MELLAN LÅN OCH VÄRDEPAPPERISERING

Med nuvarande skattesystem kommer beskattningen av en värdepapperisering ske enligt generella skatteregler som är tillämpliga på respektive moment i transaktionen. Det är svårt att uttala sig om de totala skattekonsekvenserna bland annat beroende på att en värdepapperisering kan utformas på många olika sätt trots att samma grundkonstruktion används. För att kunna ha en uppfattning om beskattningen är på en rimlig nivå måste en jämförelse med en likvärdig finansieringsform göras.

Bortsett från hybriden värdepapperisering kan ett företag i princip finansiera sig på tre olika sätt.¹⁹³ Företaget kan låna medel genom t ex traditionella lån, emission av obligationer och företagscertifikat. En annan finansieringsform är att företaget använder kvarhållna vinster. Slutligen kan företaget finansiera sig genom nyemissioner. Den första finansieringsformen, lån, är främmande kapital, medan de båda senare metoderna, kvarhållna vinster och nyemission, är eget kapital. I det här perspektivet är värdepapperisering jämförbart med lån då båda finansieringsformerna är främmande kapital.

En jämförelse mellan ett vanligt lån och en värdepapperisering är intressant för att i ett senare skede kunna uttala sig om de båda finansieringsformerna bör behandlas lika eller olika i beskattningshänseende. Utbetalningen av lånesumman motsvaras av betalningen för den överförda tillgångsmassan i en värdepapperisering. Båda formerna innebär ett omedelbart likviditetstillskott för låntagaren respektive originatorn. Låntagarens räntebetalningar motsvaras av originatorns uteblivna ränteutgifter från de överlåtna fordringarna. Här är den

¹⁹³ Hansson & Norrman, *Skatter - teori och praktik*, s 164 ff.

ekonomiska innebörden densamma, låntagarens respektive originatorns disponibla medel minskar på grund av att finansieringen måste betalas. Ekonomiskt sett saknar det alltså betydelse att det i låntagarens fall handlar om en utgift och i originatorns fall en utebliven inkomst. Den ekonomiska innebörden av de båda finansieringsformerna är alltså densamma och slutsatsen är därför att substansen i en värdepapperisering är att originatorn lånar medel med fordringar som säkerhet. Den stora skillnaden mot ett vanligt lån är att formen är annorlunda eftersom ett mellanliggande bolag, specialbolaget, används som formell låntagare. Frågan är om den skillnaden har någon relevans. Att den är relevant i lönsamhetsavseende framgår av de fördelar som beskrivits tidigare i framställningen. Däremot torde skillnaden sakna skatterättslig relevans under förutsättning att lösningens verkliga syfte inte är att undgå beskattning. Att detta inte är fallet har poängterats ett flertal gånger i framställningen.

8.2.1 Neutral beskattning av lån och värdepapperisering - de lege ferenda

De båda finansieringsformerna lån och värdepapperisering är substantiellt sett likvärdiga former för anskaffning av främmande kapital. Då finansieringsformerna i grunden är likvärdiga borde även beskattningen av dem vara likvärdig, dvs det är önskvärt att beskattningen dem emellan är neutral. Detta önskemål är väl förenligt med en av de principer, neutralitetsprincipen, som utgör grunden för utformningen av det svenska skattesystemet.¹⁹⁴ Syftet med neutralitetsprincipen är att undvika att aktörernas beteende anpassas efter skatterna, vilket leder till snedvridningseffekter och samhällsekonomiska kostnader.

Beskattningen av lån är enkelt utformad. Överföringen av lånebeloppet från långivaren till låntagaren utlöser ingen beskattning och inte heller beskattas återbetalningen av lånebeloppet. Räntebetalningarna är avdragsgilla för låntagaren och ränteintäkterna är skattepliktiga för långivaren. Att påstå att beskattningen av en värdepapperisering är betydligt högre torde därför inte vara alltför vågat. Mot bakgrund av neutralitetsprincipen bör beskattningen av värdepapperisering omformas. Ett förslag som neutraliserar en stor del av de väsentligt högre skattekostnaderna bygger på att överföringen av tillgångsmassan undantas från beskattning. Detta skulle kunna ske genom att originatorn tillåts byta tillgångsmassan mot de obligationer som emitteras av specialbolaget utan att beskattning sker. Det efterföljande ledet, att obligationerna säljs till investorer, måste också undantas från beskattning. Med nuvarande skatteregler medför det andra ledet ingen beskattning om försäljningspriset sätts till obligationernas anskaffningsvärde, vilket torde vara det normala om försäljningen sker omgående. Dessa två transaktioner motsvarar den skattefria överföringen av lånebeloppet och bör därför undantas från beskattning.

¹⁹⁴ Hansson & Norrman, s 92 f.

Den föreslagna förändringen kan vara fullt tillräcklig för att jämställa beskattningen av lån och värdepapperisering. Om beskattningen blir neutral kan förändringen också antas vara tillräcklig för att de skattemässiga konsekvenserna inte ska hindra framväxten av värdepapperisering som finansieringsform.

Den amerikanska skatterättsliga regleringen av specialbolaget, lagstiftningen om REMICs, kan användas som förebild för svensk lagstiftning om skattemyndigheterna finner anledning att ifrågasätta obligationernas karaktär av debt. Ett annat motiv till att införa liknande lagstiftning är att problematiken kring vinsthemtagningen till stor del kan undvikas i och med att equity-intressenterna i REMICen (de med residual interests) inte accepterar att originatorn tar hand om ett eventuellt överskott i specialbolaget. Detta beror på att de kommer att taxeras och beskattas för specialbolagets intäkter.

Slutsatsen är att den nuvarande beskattningen av värdepapperisering är för hög, t ex i jämförelse med lån, och att det tillsammans med kreditmarknadsreglerna antagligen är en bidragande orsak till att annars lönsamma värdepapperiseringar inte genomförs i Sverige. Som ovan visats finns det dock goda möjligheter att förändra den skatterättsliga behandlingen av värdepapperisering så att de skattemässiga konsekvenserna av de olika transaktionerna inte hindrar en annars lönsam värdepapperisering.

9 KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING

LITTERATUR

- Afrell, Klahr & Samuelsson, *Lärobok i kapitalmarknadsrätt*, Stockholm (1995).
- Bergström & Samuelsson, *Aktiebolagets grundproblem*, Angered (1997).
- Bhattacharya & Fabozzi, *Asset-Backed Securities*, New Hope Pennsylvania (1996).
- Bonsall (red.), *Securitisation*, London (1990).
- Dowd, *Competition and Finance*, London (1990).
- Feeney, *Securitization: Redefining the Bank*, London (1995).
- Finansinspektionen, *Yttrande om Finansdepartementets promemoria angående de rättsliga förutsättningarna för att genomföra värdepapperisering i Sverige*, Stockholm (1994).
- Gardener & Molyneux (red.), *Investment Banking*, (4 uppl.), Boston, (1996).
- Giddy, *Global Financial Markets*, Lexington (1994).
- Gregow, *PM angående de rättsliga förutsättningarna för att genomföra värdepapperisering i Sverige*, Stockholm (940525).
- Hansson & Norrman, *Skatter – teori och praktik*, Stockholm (1996).
- Hemström, *Stiftelsernas rättsliga ställning*, Stockholm (1996).
- Hull, *Options, Futures and Other Derivatives*, (3 uppl.), New Jersey (1997).
- Hultqvist, *Moms och finansiella tjänster*, Stockholm (1998).
- Håstad, *Sakrätt*, (4 uppl.), Stockholm (1992).
- Hässel & Norman, *De finansiella marknaderna i ett internationellt perspektiv*, Stockholm (1995).
- Kendall & Fishman, *A Primer on Securitisation*, London (1996).
- Klausner & White (red.), *Structural Change in Banking*, Homewood, Illinois (1993).
- Lundén, *Stiftelser*, Näsviken (1995).
- Macey, *Svenskt bankväsendes framtida reglering och utveckling*, Stockholm (1994).
- Mattson, *Mervärdesskatt*, (9 uppl.), Uppsala (1994).
- Morrissey, *International Securitisation*, London (1992).
- Månsson & Andersson (red.), *Värdepapperisering*, Stockholm (1995).
- Norin & Wessman, *Stiftelser*, Stockholm (1994).
- Norton, Spellman & Dupler, *International Asset Securitisation*, London (1995).
- Pelin, *Skattereformen*, (5 uppl.), Lund (1995).
- Rodhe, *Aktiebolagsrätt*, (17 uppl.), Stockholm (1995).
- Ross, Westerfield & Jaffe, *Corporate Finance*, (4 uppl.), Boston (1996).
- Rutberg A., Rutberg J. & Molander, *Beskattning av värdepapper*, (2 uppl.), Uppsala (1997).

Shaw, *International Securitisation* New York (1991).
Thompson, *Securitisaton – An International Perspective*, Paris (1995).
Thorell, *Företagens redovisning*, Uppsala (1994).
Tivéus, *Skatt på kapital*, (4 uppl.), Stockholm (1995).
Wiman, *Koncernbeskattning*, (3 uppl.) Uppsala (1995).

TIDSKRIFTER

Akerlof, "*The Market for Lemons; Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism*", 84 *Quarterly Journal of Economics* (1970).

American Bar Association Section of Taxation Committee on Financial Transactions Subcommittee on Asset Securitization, "*Legislative Proposal to Expand the REMIC Provisions of the Code to Include Nonmortgage Assets*", 46 *Tax L. Rev.*, (1991).

The Committee on Bankruptcy and Corporate Recognitization of the Association of the Bar of the City of New York, "*Structured Financing Techniques*", 50 *The Business Lawyer*, February (1995).

Dagens Industri 1997: 27/9, 23/10, 31/10, 6/11, 14/11, 24/11; 1998: 20/1, 11/2.

Dagens Nyheter 1997: 6/10; 1998: 11/2.

Finanstidningen 1997: 27/10.

Grosskopf, "*Några synpunkter på gåvobeskattning av aktiebolag*", SN (1981), s 315-326.

Hirschfeld & Humpreys, "*Tax Reform Brings New Certainty To Mortgage-backed Securities*", *The Journal of Taxation*, Maj (1987).

Johansson & Nyström, "*Mervärdesskatt: En kommentar till EG-domstolens dom C- 2/95, Sparekassernes Datacenter (SDC) mot Skatteministeriet, Danmark*". SN (1998) nr 1-2, s 61-76.

Macey & Miller, "*Bank Failure: The Politicization of Social Problem*", 45 *Stanford Law Review* (1992), s 289-309.

Millerick, "*Federal Income Tax Aspects of Stripped Mortgage-backed Securities*", 12 *Va. Tax Rev.* (1992).

Möller, "*Genomsyn och eftertaxering*", SN (1998) nr 3, s 139-144.

Mörner, "Swappar – några juridiska aspekter", JT 1996/97:3 s 649-667.

Nirenberg, Colman & Kopp, "FASITs – The Small Business Act's New Securitization Vehicle", Journal of Taxation, November (1996).

Nydrén, "Om kreditrisker och juridiska risker vid s. k. värdepappering", SvJ (1995) s 221-240.

Palache, "Securitisations – The New Bank of England Rules", Journal of International Bank and Financing Law, mars 1989 och april 1989.

KÄLLOR

Celsius Årsredovisning 1997 samt delårsrapport 1998.

Hallström A., Öhmans Fondkommision, telefonintervju 980626.

Riksbanken, Statistisk Årsbok 1996.

S-E-Banken Bolån Årsredovisning 1994-1997.

Ståhl M., Swedbank, telefonintervju 980310 och 980525.

Svenska Bostäder Årsredovisning 1994-1997.

Svensk Fastighetskredit Årsredovisning 1991-1992.

Lagrådsremiss *Omstruktureringar och beskattning*, (1998).

Prop. 1982/83:73

Prop. 1989/90:111

Prop. 1991/92:50

Prop. 1993/94:99

SOU 1989:35

SOU 1990:46

SOU 1992:6

SOU 1994:88

SOU 1998:1

RÄTTSFALL

Mål 8/81 [1982] ECR 53, Becker v Finanzamt Münster-Innenstadt

Mål 255/81 [1982] ECR 2301, Grendel GmbH v Finanzamt für Körperschaften in Hamburg

Mål C-281/91 ECR I-5405, Muys' en De Winter's Bouw- en Aannemingsbedrijf BV v Staatssecretaris van Financien

Mål C-2/95, Sparekassernes Datacenter v Skatteministeriet.

NJA 1980 s 642 I och II

NJA 1995 not C 43

RÅ 1989 ref 19

RÅ 1989 ref 62

RÅ 1996 not 243

Regeringsrättens dom den 24 juni 1998, mål nr 462-1994

Regeringsrättens dom den 24 juni 1998, mål nr 502—503-1994

Regeringsrättens dom den 24 juni 1998, mål nr 514—515-1994

Regeringsrättens dom den 24 juni 1998, mål nr 6767-1994

Bilaga A

<Bilagans innehåll>

10 Litteraturförteckning

<Författare>

<Titel, upplaga etc.>

11 Rättsfallsförteckning

<Rättsfall>

<Rättsfall>