



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Eva Sundling

Säkerställda obligationer

Examensarbete
20 poäng

Handledare
Professor Lars Gorton

Ämnesområde
Bankrätt

Termin
VT 2006

Innehåll

SAMMANFATTNING	3
FÖRORD	5
FÖRKORTNINGAR	6
1 INLEDNING	7
1.1 Bakgrund	7
1.2 Syfte och frågeställning	8
1.3 Avgränsningar	8
1.4 Metod och material	9
1.5 Disposition	10
2 DEN SVENSKA BOLÅNEMARKNADEN	12
2.1 Kreditgivarnas upplåning	13
2.1.1 Obligationer	13
2.1.2 Värdepapperisering	14
2.1.3 Säkerställda obligationer	16
3 KAPITALTÄCKNING	17
3.1 Kapitaltäckningsreglernas funktion	17
3.2 Basel Committee on Banking Supervision	19
3.2.1 Basel I	19
3.2.2 Basel II	20
4 GRUNDSTRUKTUR FÖR SÄKERSTÄLLDA OBLIGATIONER	22
4.1 Säkerställda obligationer som finansiellt instrument	22
4.2 Risker med säkerställda obligationer	23
5 LAGSTIFTNING OM SÄKERSTÄLLDA OBLIGATIONER	25
5.1 UCITS direktivet	25
5.2 Svensk lagstiftning om säkerställda obligationer	25
5.2.1 Emittentinstitut	26
5.2.2 Villkor för att få ge ut säkerställda obligationer	26

5.2.3	Säkerhetsmassan	27
5.2.4	Värdering av säkerheterna	29
5.2.5	Matchning och register	30
5.2.6	Emittentens konkurs	32
5.3	Jämförelse i Norden	33
6	RATING	35
6.1	Ratingprocessen	35
6.2	Skillnader i ratingmetoder	36
6.2.1	Standard & Poor's	36
6.2.2	Moody's	37
6.2.3	Fitch	38
7	PANTRÄTTSLIGA PRINCIPER	39
7.1	Allmän om panträtt	39
7.2	Andrahandspant och återpansättning	40
7.3	Panträtt och säkerställda obligationer	41
8	SAK- OCH OBETÅNDSRÄTTSLIGA PROBLEM	43
8.1	Allmänt om förmånsrätt i konkurs	43
8.2	Förmånsrättens omfattning	44
8.2.1	Det särskilda kontot	47
8.2.2	Hanteringen av matchningsreglerna	48
8.2.3	Andra förmånsrätter	48
8.3	Brister i 3 a § Förmånsrättslagen	49
8.4	Konkursförvaltarens möjligheter att driva verksamheten vidare efter konkurs	49
8.5	Överskott i säkerhetsmassan	52
9	TYSKLAND	55
9.1	Allmänt	55
9.2	Lagstiftning	55
9.3	Ratinginstitutens syn på Pfandbriefe	58
10	ANALYS OCH SLUTSATSER	59
	KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING	64

Sammanfattning

Säkerställda obligationer är ett för Sverige nytt finansiellt instrument som genom lag (2003:1223) om utgivning av säkerställda obligationer (LSO) introducerats på marknaden. Syftet med lagen är att ge svenska kreditinstitut samma möjligheter till upplåning som de flesta andra europeiska länder har. Lagen trädde i kraft den 1 juli 2004, men ännu har inga säkerställda obligationer givits ut på den svenska marknaden.

En säkerställd obligation är en obligation där obligationsinnehavaren (kreditgivaren) har förmånsrätt i en särskild säkerhetsmassa som skall ha ett värde vilket hela tiden skall överstiga värdet av de säkerställda obligationerna. För det fall emittentinstitutet skulle komma på obestånd har, enligt 3 a § Förmånsrättslagen (1979:979) (FRL), obligationsinnehavarna bästa rätt till säkerhetsmassan. Ett annat krav är att institutet hela tiden skall stå under Finansinspektionens (FI:s) tillsyn. I säkerhetsmassan får endast ingå hypotekskrediter som är förenade med inteckning i bland annat fast egendom, fordringar på till exempel staten (offentliga krediter), samt fyllnadssäkerheter som får utgöras av tillgångar som nollviktas enligt kapitaltäckningsreglerna. Säkerställda obligationer har enligt kapitaltäckningsreglerna ett lägre kapitaltäckningskrav vilket kan bidra till en lägre obligationsränta.

Säkerställda obligationer påminner i sin konstruktion om värdepapperisering. Skillnaden ligger främst i att emittentinstitutet vid utgivning av säkerställda obligationer inte kan skilja obligationsverksamheten från balansräkningen, vilket genom värdepapperisering är möjligt.

Att några säkerställda obligationer inte emitterats på den svenska marknaden sedan lagens ikraftträdande, har till stor del sin förklaring i att ratinginstituten fortfarande inte meddelat vilket ratingbetyg obligationen kommer att få. Anledningen till detta är att de anser att LSO innehåller flera frågetecken som först måste redas ut. En annan orsak till varför emitteringen dröjer är att svenska bostadsinstitut redan har en stor bostadsobligationsstock. Ett villkor för att få emittera säkerställda obligationer är att de befintliga bostadsobligationerna i sin helhet konverteras till säkerställda obligationer, vilket innebär en stor strukturell förändring för emittentinstituten.

På den danska marknaden finns ett system med säkerställda obligationer och även Finland har nyligen fått en lagstiftning. I Norge är ett regelsystem om säkerställda obligationer för närvarande under utarbetande. Tyskland är det land i Europa som har haft en lagstiftning om säkerställda obligationer under längst tid. Som de flesta andra europeiska lagstiftningar om säkerställda obligationer bygger LSO till stor del på tysk lagstiftning. Trots detta finns det en hel del skillnader mellan LSO och Pfandbriefgesetz

(PfandBG), som är den tyska lagen på området. I en del fall är PfandBG bättre utformad än LSO.

För att LSO skall bli mer fullständig, och lättare att tillämpa, är vissa ändringar och kompletteringar nödvändiga.

Förord

Föreliggande uppsats har för mig inneburit en stor utmaning. En förutsättning för att undersöka och analysera LSO är att förstå innebörden av finansiella termer och begrepp på området. Jag har haft förmånen att fördjupa mig i hur ett flertal finansiella instrument fungerar såväl ur ett juridiskt som ekonomiskt perspektiv.

Jag vill tacka Per Gustaf Ekbom, Advokatfirman Hammarskiöld & Co, som givit mig möjligheten att skriva den här uppsatsen. Jag vill även tacka professor Lars Gorton, Juridicum, Lunds Universitet, för god handledning och snabb respons. Ett stort tack riktas även till alla som bidragit till uppsatsen genom att ställa upp på intervjuer samt givit mig tillgång till material.

Stockholm i april 2006

Eva Sundling

Förkortningar

AMCB	The act on Mortgage credit banks.
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.
BGBI.	Bundesgesetzblatt.
BRL	Lag (2004:297) om bank- och finansieringsrörelse.
Ds	Departementsserien.
EG	Europeiska Gemenskapen.
EU	Europeiska Unionen.
FFFS	Finansinspektionens författningssamling.
FI	Finansinspektionen
FRL	Förmånsrättslag (1970:979).
HB	Handelsbalken.
HBG	Hypothekenbankgesetz.
KonkL	Konkurslag (1987:672).
LBH	Lag (1990:746) om betalningsföreläggande och handräckning.
LHFI	Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument.
LSO	Lag (2003:1223) om utgivning av säkerställda obligationer.
NPV	Net present value.
O.C.	Overcollateralization.
OECD	Organisation for Economic Cooperation and Development.
PfandBG	Pfandbriefgesetz.
Prop.	Proposition.
S&P's	Standard and Poor's.
SBAB	Sveriges Bostadsfinansieringsaktiebolag.
SchBkG	Schiffbanksgesetz.
SkbrL	Lag (1936:81) om skuldebrev.
SOU	Statens offentliga utredningar.
SPV	Special Purpose Vehicle.
UCITS	Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities.
ÖPG	Gesetz über die Pfandbriefe und verwandten Schuldverschreibungen öffentlich-rechtlicher Kreditanstalten.

1 Inledning

1.1 Bakgrund

De hypoteksinstitut som finns på den svenska marknaden finansierar sig huvudsakligen genom obligationsutgivning. En alternativ upplåningsform är värdepapperisering som innebär att institutets krediter säljs till ett specialföretag som skiljs från institutets övriga balansräkning. Specialföretaget emitterar sedan i sin tur obligationerna, vilket är dess enda verksamhet.

Säkerställda obligationer är skuldebrev som till skillnad från bostadsobligationer¹ och obligationer utgivna genom en värdepapperiseringstransaktion är förenade med förmånsrätt för innehavarna i en specificerad säkerhetsmassa. Obligationsverksamheten finns dock kvar på hypoteksinstitutets balansräkning, (vilket inte är fallet vid en värdepapperisering). Säkerhetsmassan skall vid varje tillfälle överstiga värdet på de emitterade obligationerna. Ett ytterligare krav är att det utgivande institutet skall stå under FI:s kontroll.

Lagen (2003:1223) om utgivning av säkerställda obligationer (LSO) trädde i kraft den 1 juli 2004. En utredning om införande av säkerställda obligationer kom redan 1997 genom betänkandet SOU 1997:110. Reaktionerna på betänkandet var dock blandade, bland annat ansåg Riksbanken att det stred mot ambitionen att motverka en återreglering av de finansiella marknaderna.² På den europeiska marknaden däremot, är utgivning av säkerställda obligationer ett standardinstrument för upplåning. I de flesta länder inom Europeiska Unionen (EU) finns en lagstiftning om säkerställda obligationer, det är endast i ett fåtal länder, så som i t.ex. Storbritannien³, som en lagstiftning inte redan finns eller är under utarbetande.⁴ De första EU-reglerna på området utformades genom ett ändringsdirektiv till Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities, (UCITS)-direktivet. Detta ändringsdirektiv finns i artikel 22 (4) i UCITS-direktivet.⁵ Eftersom den svenska marknaden på senare år integrerats med den europeiska behövs en lagstiftning om säkerställda obligationer i Sverige för att vi ska kunna vara konkurrenskraftiga. Mot denna bakgrund togs lagstiftningsarbetet upp igen genom att Finansdepartementet utarbetade promemorian Säkerställda obligationer (Ds

¹ Bostadsobligationer kallas de obligationer som emitteras av hypoteksinstitutet.

² Prop. 2002/03:107, s. 17 samt Sylvén, Jonny, Spintab, 1 juli 2004.

³ I Storbritannien har bostadsinstitutet i avsaknad av en lagstiftning om säkerställda obligationer utvecklat en metod att ge ut obligationer som påminner mycket om värdepapperiseringsstrukturen. Den engelska översättningen på säkerställda obligationer är *covered bonds*.

⁴ Prop. 2002/03:107, s. 17.

⁵ Genom ändringsdirektivet (88/220/EEG) till UCITS-direktivet fick medlemsländerna rätt att höja gränsen för placeringar i värdepapper som har samma utgivare till 25 procent vad gäller säkerställda obligationer.

2001:38) som senare resulterade i proposition 2002/03:107 och slutligen LSO.

En stor skillnad mot övriga europeiska länder är att Sverige som enda land redan haft en befintlig bolånemarknad innan några säkerställda obligationer givits ut. Ett villkor för att ett institut skall få ge ut säkerställda obligationer är att institutets befintliga bostadsobligationer konverteras till säkerställda. Detta är en viktig anledning till varför ett tillstånd för de svenska instituten jämfört med i övriga europeiska länder är en mer omfattande och kostsam process.

De svenska bostadsinstituterna finansierar sig idag till stor del på den svenska likvida benchmarkmarknaden⁶ för bostadsobligationer, det är endast Spintab och Sveriges Bostadsfinansieringsaktiebolag (SBAB) som har emitterat stora poster obligationer utomlands.⁷ Kreditvärdigheten i säkerställda obligationer är normalt bättre än i vanliga benchmarkobligationer vilket kan medföra att upplåningskostnaden sänks, eftersom en kreditgivare vid en investering med lägre risk normalt nöjer sig med en lägre avkastningsränta. Kapitäläckningskravet är dessutom i många länder lägre för säkerställda obligationer än för vanliga obligationer. Med ett lägre kapitäläckningskrav kan även obligationsräntorna bli lägre, vilket kan komma att gynna bolånekonsumenterna. Sett ur ett investerarperspektiv bidrar en lagstiftning om säkerställda obligationer till att även utländska placerare kan finna en investerarbasis i Sverige, vilket kan innebära en likviditetsökning.

1.2 Syfte och frågeställning

Syftet med uppsatsen är att undersöka och analysera LSO. Ett införande av den här sortens finansiella instrument är något nytt för den svenska marknaden, vilket gör att en beskrivning av strukturen på transaktionen och hur denna passar in i gällande svensk rätt i övrigt, är nödvändig.

Det uppsatsen söker svara på, är hur vissa bestämmelser i lagen skall tolkas och i vilken mån kompletteringar och ändringar är önskvärda.

1.3 Avgränsningar

Vad gäller avgränsningar kommer tyngdpunkten i uppsatsen att ligga på att undersöka och försöka förklara hur det svenska regelverket är tänkt att fungera. I de fall det varit svårt att få ett klart besked ur lagtext och

⁶ En elektronisk plattform för Internetbankhandel i statsobligationer introducerades i maj 2001. Där sker för närvarande handeln med tre s.k. benchmarkobligationer, vilka är de mest omsatta statsobligationerna med löptider om två, fem och tio år.

⁷ Sylvén, Jonny, Spintab, 1 juli 2004.

föreskrifter har jag analyserat dessa och i vissa fall hämtat ledning i den tyska lagen om säkerställda obligationer, Pfandbriefgesetz (PfandBG)⁸.

Valet att jämföra med tysk lagstiftning var naturligt eftersom den är den äldsta europeiska lagstiftningen på området. Den tyska lagen har även fungerat som en mall för de flesta europeiska länder som infört eller håller på att införa en lagstiftning om säkerställda obligationer. Marknaden i Tyskland är den största för säkerställda obligationer i Europa.⁹ Jag har valt att inte behandla säkerställda obligationer i Storbritannien. Övrig nordisk lagstiftning kommer endast att beskrivas översiktligt.

Kapitaltäckningsreglerna har också betydelse för utgivning av säkerställda obligationer. Uppsatsen kommer översiktligt att beröra de kapitaltäckningsregler som gäller enligt Basel I, samt förslaget till nya genom Basel II.

Hänsyn kommer även att tas till pant- och sakrättsliga frågor som uppstår vid införandet av en lagstiftning om säkerställda obligationer. Värdepapperisering, som har vissa likheter med emittering av säkerställda obligationer, kommer endast att behandlas översiktligt. Svensk konkurslagstiftning kommer även att beröras.

Fokus kommer att läggas på en tänkt obeståndssituation hos emittentinstitutet. Hur lagstiftningen är uppbyggd kring ett s.k. ”worst case scenario” är det som intresserar ratinginstituten vid en kreditvärdering av de säkerställda obligationerna.

1.4 Metod och material

Jag har huvudsakligen använt en rättsdogmatisk metod. Lag, förarbeten, direktiv samt föreskrifter och allmänna råd från FI har studerats.

Det finns tyvärr ingen svensk doktrin vad gäller instrumentet säkerställda obligationer. Svenska författare som Ulf Jensen och Göran Millqvist tar endast upp säkerställda obligationer översiktligt i *Panträtt i fast egendom* respektive *Sakrättens grunder*. Till viss del har därför tysk doktrin samt material från Verband Deutscher Pfandbriefbanken använts som hjälp för att illustrera olika problem samt hur sådana har lösts i en annan rättsordning. Information från ratinginstituten har även varit till hjälp. Värdefull information har inhämtats genom intervjuer med ett antal svenska hypoteksinstitut, bland annat med Jonny Sylvén, analytiker på Spintab. Även Marcus Hjorth på FI och professor Ulf Jensen har ställt upp på intervjuer. Vid intervjun på FI fick jag även tillgång till material vad gäller

⁸ Den nya PfandBG trädde i kraft den 19 juli 2005 och ersatte därmed den 105 år gamla Hypothekbankengesetz (HBG), den 77 år gamla Gesetz über die Pfandbriefe und verwandten Schuldverschreibungen öffentlich-rechtlicher Kreditanstalten (ÖPG) och den 72 år gamla Gesetz über Schiffspfandbriefbanken- Schiffbankgesetz (SchBkG).

⁹ Verband Deutscher Pfandbriefbanken, Das Pfandbrief Europas führender Covered Bond Fakten und Daten 2005, s. 6 f f.

finsk och norsk lagstiftning. Den *legal opinion* som Vinge gav på rating-institutens begäran och Mikael Mellqvists utlåtande angående det särskilda kontot har varit till stor hjälp.

När det gäller sak- och obeståndsrättsliga problem har jag främst haft nytta av Torgny Håstads *Sakrätt avseende lös egendom* samt Göran Millqvists *Sakrättens grunder*. På det panträttsliga området har jag använt mig av Gösta Walins *Panträtt* samt Staffan Myrdals avhandling *Återpantsättning*.

Material till den tyska studien har jag fått genom Verband Deutscher Hypothekenbanken samt av Ulf Jensen som haft vänligheten att låna mig boken *Das Pfandbriefgesetz*, som innehåller den tyska lagen och samtliga tillhörande förarbeten.

1.5 Disposition

Uppsatsen är uppdelad i tio kapitel. Jag har valt att löpande analysera de lagstadganden i den svenska lagen som jag tycker är oklara eller bristfälliga.

I det andra kapitlet ges en övergripande beskrivning av den svenska bolånemarknaden, vilken är nödvändig för att förstå vilken effekt en emittering av säkerställda obligationer kommer att ha på densamma, samt för att ge läsaren en introduktion till ämnet.

Tredje kapitlet har jag ägnat åt att översiktligt gå igenom de kapitaltäckningsregler som är gällande. Först beskrivs kapitaltäckningsreglernas funktion varefter såväl Basel I- som Basel II-reglerna behandlas översiktligt. Genom utarbetandet av Basel II-reglerna väntas en ny uppsättning kapitaltäckningsregler träda i kraft vid årsskiftet 2006/2007 om allt går enligt planerna. Detta har jag behandlat i slutet av det tredje kapitlet.

I kapitel fyra förklaras hur grundstrukturen runt säkerställda obligationer ser ut. Eventuella risker med obligationsutgivningen diskuteras även här.

Det femte kapitlet behandlar lagstiftningen om säkerställda obligationer. Kapitlet inleds med en redogörelse av det direktiv som ligger till grund för den svenska lagstiftningen varefter en översiktlig bild ges av övrig nordisk lagstiftning på området. Resten av kapitlet har ägnats åt att beskriva svensk gällande rätt på området, dvs. LSO.

I kapitel sex beskrivs ratingprocessen och de mest inflytelserika rating-institutens metoder att värdera obligationerna.

Kapitel sju behandlar sådana panträttsliga regler som kan bli aktuella vid en studie av transaktioner genom emittering av säkerställda obligationer.

Det åttonde kapitlet är det som berör sak- och obeståndsrättsliga problem. Kapitlet inleds med en beskrivning av förmånsrätt i allmänhet, varefter ett

avsnitt följer som är ett försök att definiera vad förmånsrätten till följd av innehav av säkerställda obligationer egentligen omfattar. Vidare följer en redogörelse för en konkursförvaltares möjligheter att driva vidare verksamheten med säkerställda obligationer efter en konkurs hos emittentinstitutet. Den viktiga frågan om överskott i säkerhetsmassan undersöks och analyseras även i detta kapitel.

I det nionde kapitlet presenteras den tyska lagstiftningen på området. Avsikten har inte varit att göra en fullständig framställning, utan fokus har istället lagts på att identifiera de största skillnaderna gentemot svensk rätt, och i vilken mån den tyska lagstiftningen är att föredra.

Avslutningsvis har jag samlat mina slutsatser och en sammanfattning av det viktigaste resultatet av min analys i kapitel tio.

2 Den svenska bolånemarknaden

I Sverige sker fastighetsfinansieringen oftast genom s.k. bostadsinstitut (hypoteksinstitut), som i sin tur ägs av banker (förutom SBAB som ägs av staten).¹⁰ Bostadsinstitutens utlåning motsvarar cirka 45 procent av kreditinstitutens sammanlagda utlåning i Sverige.¹¹ Bostadsinstituten ger lån främst till bostadsfastigheter, men även till kontors- och affärslokaler samt till kommuner.¹² Bostadsinstitutens lånestock utgörs huvudsakligen av lån till privatpersoner för inköp av villor och bostadsrätter.

Det kreditunderlag som anses som säkrast och mest väsentligt är fast egendom.¹³ Den större delen av bostadsinstitutens utlåning sker mot säkerhet i form av panträtt i fastighet eller bostadsrätt, medan bankernas krediter kan vara skyddade på annat sätt.¹⁴ Utlåningen sker i form av bottenlån som gör att 75-85 procent av fastighetens marknadsvärde belånas. Topplånen, dvs. resterande del av fastighetens värde, finansieras i form av vanliga banklån som ofta banken som äger institutet erbjuder. De senaste åren har dock en höjning av belåningsgraderna skett och topplån ges idag i vissa fall på upp till 100 procent av marknadsvärdet.¹⁵ De största bolåneinstituten i Sverige, med hänsyn till utestående lån, är Spintab och Stadshypotek, se tabell 1 nedan. Spintab ägs av FöreningsSparbanken och Stadshypotek av Handelsbanken.

Marknaden för fastigheter har betraktats som ganska stabil bortsett från den ekonomiska krisen i början av 90-talet då byggandet och priserna på bostäder sjönk drastiskt.¹⁶ Från 1997 och framåt har priserna åter stigit med en ökningstakt på mellan 6 och 11 procent per år.¹⁷ Utlåningen till bostäder i Sverige har ökat det senaste decenniet, vilket är resultatet av ett flertal faktorer. Förutom bostadsprisernas ökning är även sjunkande räntenivåer en förklaring. Dessutom har den ekonomiska utvecklingen i övrigt varit positiv.¹⁸

¹⁰ http://www.bankforeningen.se/upload/bol%C3%A5n_till_bankm%C3%B6tet_hemsida_001.pdf, s. 4.

¹¹ http://www.riksbanken.se/upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Rapporter/2005/den_sv_finansmarknaden.pdf,

¹² http://www.bankforeningen.se/upload/banker_i_sverige_2004_001.pdf.

¹³ Adlercreutz, Axel, *Finansieringsformers rättsliga reglering*, s. 108.

¹⁴ Jensen, Ulf, a.a. s. 34.

¹⁵ FI Dnr: 04-4090-610, s. 6 f.

¹⁶ Denna ekonomiska kris brukar kallas bankkrisen och omfattade hela det ekonomiska systemet. Utvecklingen på fastighetsmarknaden hade stor inverkan på krisen, i synnerhet genom att bankerna och finansbolagen godtog de övervärderade fastigheterna som säkerheter för utlåningen.

¹⁷ http://www.bankforeningen.se/upload/bol%C3%A5n_till_bankm%C3%B6tet_hemsida_001.pdf, s. 2.

¹⁸ http://www.bankforeningen.se/upload/bol%C3%A5n_till_bankm%C3%B6tet_hemsida_001.pdf.

2.1 Kreditgivarnas upplåning

Det viktigaste upplåningsinstrumentet för bostadsinstitutet är obligationer. Vid halvårsskiftet 2004 utgjorde obligationer 59 procent av upplåningen.¹⁹ Andra finansieringsmöjligheter är värdepapperisering eller emittering av säkerställda obligationer.

2.1.1 Obligationer

Den vanligaste upplåningsformen för bostadsinstitut är att ge ut obligationer på kreditmarknaden.²⁰ På placerarsidan finns främst de allmänna pensionsfonderna och försäkringsbolagen vilka innehar en stor del av bostadsobligationerna. Även andra placerare som fonder, hushåll, företag samt utländska placerare har ökat de senaste åren.²¹

När en obligation köps innebär det att köparen lånar ut pengar till utgivaren. Obligationer är löpande skuldebrev som i de flesta fall består av en serie delbetalningar (kuponger) och en slutbetalning. Delbetalningarna består av ränta och i vissa fall amorteringar. Obligationerna löper med fast eller rörlig ränta, och med hänsyn till att det allmänna ränteläget kan komma att förändras, påverkas obligationskursen uppåt eller neråt, beroende på obligationsräntan i förhållande till det allmänna ränteläget. Skillnaden mellan upp- och utlåningen är det som kallas *räntenettot* eller *räntegapet*.²² De obligationer som löper utan ränta kallas nollkupongobligationer eller diskonteringsobligationer.²³

Obligationemarknaden kan delas in i en primärmarknad och en sekundärmarknad (andrahandsmarknad). På primärmarknaden emitteras nya obligationer, medan de på sekundärmarknaden köps och säljs vidare. På den svenska obligationsmarknaden är det staten och bostadsinstitutet som är de dominerande emittenterna. Staten lånar upp pengar genom att emittera obligationer via Riksgäldskontoret för att finansiera statsbudgeten.²⁴ Bostadsinstitutets upplåning används i huvudsak till institutets utlåning till allmänheten, dvs. företag, hushåll och kommuner, mot säkerhet i fast egendom.²⁵

Det är viktigt att en noggrann matchning sker mellan upplånings- och utlåningsräntor, i Sverige ligger räntegapet på mellan en och två procent.

¹⁹http://www.bankforeningen.se/upload/bol%C3%A5n_till_bankm%C3%B6tet_hemsida_001.pdf

²⁰ Jensen, Ulf, a.a. s. 36.

²¹ Prop. 2002/03:107, s. 24.

²² Jensen, Ulf, a.a. s. 36.

²³ http://www.riksbanken.se/upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Rapporter/2005/de_n_sv_finansmarknaden.pdf.

²⁴ http://www.riksbanken.se/upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Rapporter/2005/de_n_sv_finansmarknaden.pdf.

²⁵ SOU 1997:110, s. 49 f f.

Den som ger ut obligationer har ofta ett långsiktigt finansieringsbehov. De som investerar i obligationer är ofta även de intresserade av ett långsiktigt och relativt säkert sparande.²⁶ Obligationer är speciella i det avseendet att innehavaren av skuldebrevet (borgenären) inte har någon speciell säkerhet. Upplåningen sker istället med hela bostadsinstitutets balansräkning som säkerhet. Det finns i detta fall ingen direkt koppling mellan varje lån och en särskild säkerhetsmassa.²⁷ Innehavarna är således skyddade av institutets tillgångar i form av lämnade krediter till fastighetsägare. De av institutet givna krediterna är dessutom dubbelt säkrade genom gäldenärernas betalningsförmåga samt de panter i fast egendom som har lämnats av kredittagarna. Vilken ränta institutet kommer att kunna lämna kunderna beror av flera faktorer. Bland annat har Riksbankens styrräntor samt villkoren för statsobligationer betydelse, liksom den s.k. rating de får av de internationella ratinginstituten²⁸ (se kap. 6).

Traditionell obligationsutgivning

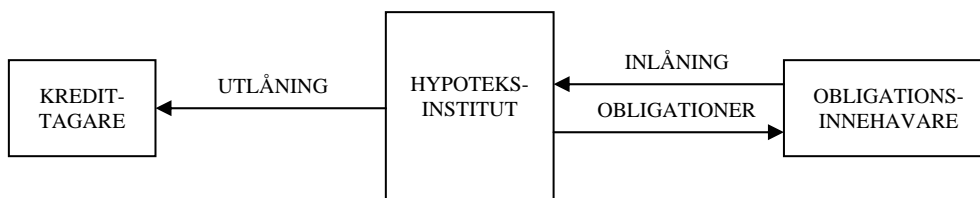


Bild 1: Vid traditionell obligationsutgivning har inte obligationsinnehavaren någon specifik säkerhet. Det är i stället hypoteksinstitutets hela balansräkning som utgör säkerheten.

2.1.2 Värdepapperisering

En annan för Sverige relativt ny upplåningsform är s.k. *värdepapperisering* som är en direktöversättning av den amerikanska termen *securitization*. Förenklat innebär, som kan utläsas ur termen, värdepapperisering att en tillgång omvandlas till ett värdepapper. Med anledning av den tidigare finansiella krisen var under 1990-talet intresset för att hitta nya finansieringsformer stort. En viktig aspekt inom finansiering är risk-spridning, dvs. att diversifiera sina placeringskällor, vilket gör att både placerare och ratinginstitut värderar kreditinstitutet högre. En bidragande orsak till finansbolagens akuta finansieringsproblem under 1990-talet var just avsaknaden av diversifiering.²⁹ Många finansbolag föll då, eftersom de

²⁶ http://www.riksbanken.se/upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Rapporter/2005/de_n_sv_finansmarknaden.pdf.

²⁷ <http://www.riksbank.se/upload/4456/001108.pdf>, s. 3 f.

²⁸ Jensen, Ulf, a.a. s. 36.

²⁹ SOU 1998:160, s. 144.

bara finansierat sig via emission av marknadsbevis³⁰ på penning- och obligationsmarknaden.³¹

Värdepapperisering utgör ett utmärkt exempel på ett alternativ för kreditinstitut att öka sin riskspridning samt att få en bättre soliditet. Grundidén med värdepapperisering är att skilja mellan utlånare och upplånare. Bankernas traditionella verksamhet delas upp i kreditbedömning, avtalsslut och ”förvaring” på balansräkningen.³² Tekniken bygger på att tillgångarna (dvs. krediterna eller kassaflödet) säljs till ett specialföretag, Special Purpose Vehicle (SPV), som finansierats genom obligationsutgivning. Detta specialföretag har som enda syfte att äga fordringarna och är ofta ett aktiebolag med minimalt eget kapital. Skötseln av krediterna brukar ligga kvar hos kreditinstitutet, som kallas *originator*. Det är viktigt att försäljningen av krediterna sker till ett bolag utanför originatorns koncern och kontroll, därför ägs ofta aktierna i specialföretaget av en stiftelse. Skulle inte originatorn vara rättsligt frikopplad från specialföretaget så skulle dess tillgångar inte vara skyddade från originatorns borgenärer vid en eventuell konkurs hos originatorn. Sakrättsligt skydd för de värdepapperiserade tillgångarna är alltså av yttersta vikt för att investerarnas placering skall vara så säker som möjligt. Om traditionsprincipen för sakrättsligt skydd tillämpades skulle det praktiskt taget vara omöjligt att värdepapperisera eftersom originatorn bibehåller skötseln av krediterna. Därför finns det i 22 § 2 st. lag (1936:81) om skuldebrev (SkbrL) ett undantag från traditionsprincipen för löpande skuldebrev för att göra ifrågavarande transaktioner möjliga.³³ Marknaden för värdepapperisering är dock i Sverige relativt outvecklad. Vanliga invändningar är bl.a. att konstruktionen med ett SPV är komplicerad, tidskrävande och kostsam.³⁴

Värdepapperisering

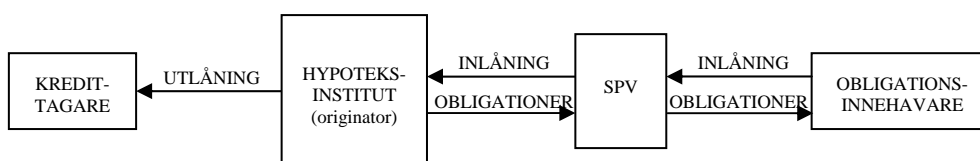


Bild 2: Vid värdepapperisering skiljs lånestocken med tillhörande säkerheter från originatorn och överläts till ett specialföretag (SPV). Överlåtelsen finansieras med obligationsutgivning. Eftersom specialföretagets balansräkning skiljs från originatorns ökar originatorns soliditet.

³⁰ Marknadsbevis fungerar som certifikat och emitteras av finansbolag. Skillnaden är att marknadsbeviset är ett skuldebrev, medan certifikatet är ett innehavarepapper. En annan skillnad är att marknadsbeviset inte kräver något emissionstillstånd.

³¹ Månsson, Fredrik, Andersson, Per-Ulrik, *Värdepapperisering-Securitisering*, s. 5.

³² Funered, Urban E, *Bankernas risktagande*, s. 34 f.

³³ Håstad, Torgny, *Sakrätt*, s. 252, Jensen, Ulf, a.a. s. 39.

³⁴ Månsson, Fredrik, Andersson, Per-Ulrik, a.a. s. 20; <http://www.riksbank.se/upload/4456/001108.pdf>, s. 6.

2.1.3 Säkerställda obligationer

Marknaden för bostadsobligationer har utvidgats till att även omfatta den internationella marknaden. Det har därför uppkommit ett behov av att stärka svenska kreditinstituts ställning och ge dem samma möjligheter till upplåning som de som finns i nästan alla övriga EU-länder. Mot bakgrund av detta utarbetades LSO i Sverige.³⁵ I huvudsak innehåller lagen regler om hur ett emittentinstitut skall förfara för att få tillstånd att ge ut säkerställda obligationer, samt hur verksamheten skall organiseras. Ett emittentinstitut som ger ut säkerställda obligationer skall från sin övriga verksamhet skilja en s.k. säkerhetsmassa. Denna säkerhetsmassa skall bestå av en samling krediter som antas vara särskilt säkra. Det kan vara fråga om antingen krediter som beviljats mot in-teckning i fast egendom (hypotekskrediter) eller krediter som har särskilt säkra låntagare. De sistnämnda benämns i lagen, offentliga krediter, dvs. lån till svenska staten och svenska kommuner samt till andra EU-stater, kommuner och centralbanker.³⁶ Emittentinstitutet finansierar sin utlåning genom utgivning av säkerställda obligationer. Innehavarna av dessa obligationer skall ha bästa förmånsrätt i säkerhetsmassan. Detta för att ge dem ett extra skydd för det fall emittentinstitutet skulle komma på obestånd.³⁷

Enligt en balansprincip skall tillgångsmassan under hela obligationernas giltighetstid täcka innehavarnas fordringar.³⁸ Eftersom innehavarna får möjlighet att placera sina pengar på ett ”extra” säkert sätt kommer de även att beviljas en lägre ränta. En lägre upplåningsränta för banken torde även resultera i en lägre ränta på bostadskrediterna, vilket i sin tur bidrar till billigare bolån till konsumenterna.

Säkerställda obligationer

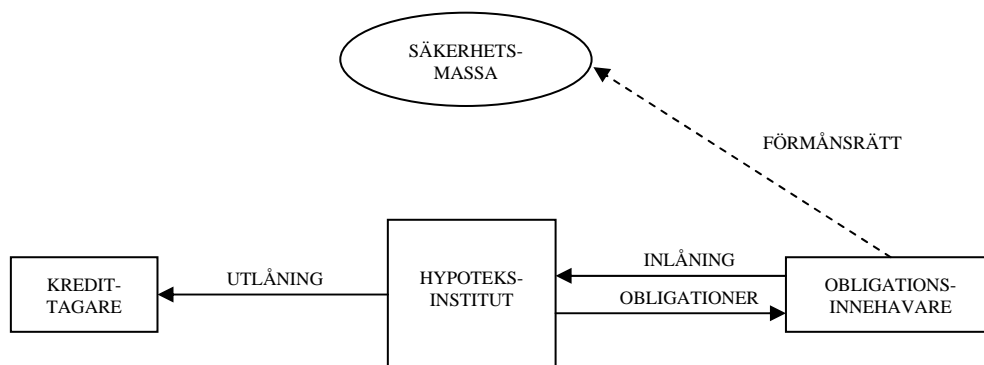


Bild 3: Emission av säkerställda obligationer innebär att obligationsinnehavarna får förmånsrätt till en särskild säkerhetsmassa, som består av hypotekskrediter som matchas mot värdet på obligationerna. Denna förmånsrätt ger bästa rätt för innehavarna vid en eventuell konkurs hos emittentinstitutet.

³⁵ Prop. 2002/03:107, s. 1.

³⁶ Jmf. 3 kap. 1 § LSO.

³⁷ Se mer om detta i kap. 5.

³⁸ Prop. 2002/03:107, s. 28.

3 Kapitaltäckning

Av betydelse vid utgivning av säkerställda obligationer är de s.k. *kapitaltäckningsreglerna*. Reglerna om kapitaltäckning finns i lagen (1994:2004) om kapitaltäckning och stora exponeringar för kreditinstitut och värdepappersbolag. Dessa regler syftar till att garantera en viss soliditet hos bankerna. Innebörden av lagstiftningen är att en del av bankens utlåning måste motsvaras av en viss del eget kapital, detta för att kunna täcka upp en oväntad förlust.³⁹

Reglerna om kapitaltäckning kom till som en reaktion på vad som hände med det svenska bankväsendet i Sverige under bankkrisen på 1990-talet, och har sitt ursprung i Baselöverkommelsen från 1988 (Basel I).⁴⁰ Bankerna klarade inte av när marknaden svängde eftersom det inte fanns någon buffert av eget kapital som kunde täcka upp för förlusterna. Långivarna tappade som bekant förtroendet för bankerna och krisen var ett faktum. Med reglerna om kapitaltäckning avser myndigheterna att minska riskerna för aktörerna på den finansiella marknaden samt för systemet i stort.⁴¹ En annan konsekvens är att reglerna om kapitaltäckning medför en kostnad för bankerna sett ur ett företagsekonomiskt perspektiv. För att bankerna skall klara av att behålla sin konkurrenskraft internationellt är det därför angeläget att de inte är belastade med för höga kostnader. Det inses lätt att detta kan leda till svårigheter för de nationella tillsynsmyndigheterna då de slits mellan att upprätthålla en sund finansmarknad, och samtidigt vara internationellt konkurrenskraftiga. För att motverka denna konflikt har Baselkommittén utarbetat gemensamma kapitaltäckningsregler.⁴²

3.1 Kapitaltäckningsreglernas funktion

Riskkapitalet banken måste inneha för att uppfylla sitt kapitalkrav kallas kapitalbas. Bankernas kapitalbas delas upp i två delar; Tier 1 och Tier 2.⁴³ När Baselkommittén delade upp bankernas kapital var tanken att kapitalbasen måste utgöras av kapital med hög förlusttäckningskapacitet. Den förstnämnda delen innehåller kapital med riskabsorberande egenskaper och den sistnämnda kapital med något lägre förlusttäckningsförmåga.

I svensk lag kallas delarna av bankernas rörelsekapital *primärt* respektive *sekundärt kapital*.⁴⁴ Det primära kapitalet skall utgöra minst hälften av

³⁹ Mörner, Anna, JT, 1996/97, nr. 3, s. 656.

⁴⁰ Falkman, Henric, *Bankrörelse*, s. 408 f f.

⁴¹ Ibid.

⁴² Ibid.

⁴³ Cranston, Ross, *Principles of banking law*, s. 90.

⁴⁴ Funered, Urban E, a.a. s. 84.

kapitalbasen,⁴⁵ och andelen sekundärt kapital får inte vara större än storleken på det primära kapitalet.⁴⁶ Kapitäläckningskravet är 8 procent och utgör den del av bankernas åtaganden som måste motsvaras av kapitalbasen.

De risker som tas hänsyn till är kreditrisker och marknadsrisker (pristförändringsrisker).⁴⁷ Vidare delas bankernas placeringar upp i olika riskklasser beroende på hur riskfyllda de anses vara. Riskgrupp A anses innehålla de säkraste krediterna vilket gör att den fått 0 procent som riskvägningstal. De övriga kategorierna är grupp B, C, D och E som har åsatts talen 10, 20, 50 respektive 100 procent.⁴⁸ Denna metod kallas schablonmetoden.⁴⁹ I Sverige är riskkategorierna bara fyra, dvs. A, B, C och D med 0, 20, 50 och 100 procents täckningskrav. Säkerställda obligationer hänförs dock idag i Sverige till riskkategori B, men med ett reducerat täckningskrav som gör att de hamnar på endast 10 procent.⁵⁰

Exempel: Täckningskravet för säkerställda obligationer är 10 procent av kapitälkravet. Kapitälkravet är 8 procent, vilket gör att kapitäläckningskravet för säkerställda obligationer blir 0,8 procent.

Resultatet av detta är att banken för att uppfylla de lagstadgade kapitäläckningskraven måste ha eget kapital motsvarande 0,8 procent av värdet på de utgivna säkerställda obligationerna. Kapitäläckningsgraden för säkerställda obligationer är alltså lägre än för vanliga bostadsobligationer (dessa hänförs till riskgrupp C och har därmed ett täckningskrav på hela 50 procent, vilket ger ett kapitäläckningskrav på 4 procent). En lägre kapitäläckningsgrad kan bidra till en lägre obligationsränta, vilket gör säkerställda obligationer extra intressanta.

Kapitäläckningsreglerna medför följaktligen att bankerna måste använda det egna kapitalet vid kreditgivningen.⁵¹ Följden kan dock även bli att bolåneräntorna stiger om avkastningskravet på det egna kapitalet är högre än obligationsräntan (räntegapet måste då vara större om aktieägarna skall få sin del).

⁴⁵ Jmf. 2 kap. 6 § lag (1994:2004) om kapitäläckning och stora exponeringar för kreditinstitut och värdepappersbolag.

⁴⁶ Funered, Urban E, a.a. s. 86 f.

⁴⁷ FI Dnr: 01-1178-601, s. 5.

⁴⁸ Cranston, Ross, a.a. s. 90.

⁴⁹ FI Dnr: 01-1178-601, s. 6.

⁵⁰ Jmf. 3 kap. 1 § D lag (1994:2004) om kapitäläckning och stora exponeringar för kreditinstitut och värdepappersbolag; Jensen, Ulf, *Panträtt i fast egendom*, s. 38.

⁵¹ Jensen, Ulf, a.a. s. 38.

3.2 Basel Committee on Banking Supervision

Lagen om kapitaltäckning från 1994 är ett resultat av Sveriges medlemskap i EU 1995 och bygger till stora delar på två EG-direktiv.⁵² Dessa direktiv har i sin tur sin utgångspunkt i de rekommendationer för kapitaltäckningskrav som utformats inom den s.k. Baselkommittén⁵³ som bildades 1974 till följd av några händelser⁵⁴ som fått stor betydelse för den internationella banktillsynen.⁵⁵ Kommittén har sitt sekretariat i Basel, Schweiz, och har 13 länders centralbanker som medlemmar.⁵⁶ Kommittén tar fram standarder, riktlinjer och normer för de flesta banktillsynsmyndigheter samt gör det möjligt för ett stort antal nationella banktillsynsmyndigheter att samarbeta och tillsammans ta initiativ på det internationella banktillsynsområdet.⁵⁷ Ett exempel på resultatet av detta samarbete är de olika förslagen till kapitaltäckningsregler som kommittén har tagit fram sedan mitten av 1980-talet.⁵⁸

Baselkommitténs förslag och överenskommelser är inte juridiskt bindande, men stor vikt måste ändå läggas vid dem. Kommitténs medlemmar representerar tillsynsmyndigheter och centralbanker från ett stort antal västländer vilket gör att kommitténs beslut får praktisk juridisk vikt i deras respektive hemländer. Viktigt att påpeka är dock att kommittén inte har någon formell lagstiftningsmakt utan är en informell sammanslutning. För att ett förslag skall få läggas fram krävs att medlemmarna är eniga, att ett förhandlingsresultat kan uppnås eller att någon eller några medlemsländer har så stort inflytande att de andra medlemmarna tvingas att göra vissa eftergifter.⁵⁹

3.2.1 Basel I

Som nämnts ovan har kommittén utvecklat regler om kapitaltäckning för att minska riskerna för aktörerna på de finansiella marknaderna. Den svenska lagen från 1994 om kapitaltäckning överensstämmer i hög grad med de direktiv som antogs av EU 1989, vilka bygger på Basel I, som är Basel-

⁵² Rådets direktiv 93/6/EEG om kapitalkrav för värdepappersföretag och kreditinstitut; rådets direktiv 89/647/EEG om kapitaltäckningsgrad för kreditinstitut.

⁵³ Baselkommittén är en verksamhet under Bank for international Settlements (BIS) vilken bildades redan 1930 för att reglera det tyska krigsskadeståndet efter första världskriget. BIS ägs av centralbankerna i 55 medlemsländer och har sitt säte i Basel, Schweiz.

⁵⁴ Dessa händelser var den tyska banken Bankhaus Herstatt's insolvens som fick allvarliga följder på den internationella valutamarknaden och Franklin National Bank i USA:s soliditetskris.

⁵⁵ Funered, Urban E, a.a. s. 195; Mörner, Anna, JT s. 656.

⁵⁶ Medlemsländerna är: Belgien, Canada, Frankrike, Italien, Japan, Luxemburg, Nederländerna, Schweiz, Sverige, Spanien, Storbritannien, Tyskland och U.S.A.

⁵⁷ http://www.fi.se/Templates/ListPage___1750.aspx.

⁵⁸ Funered, Urban E, a.a. s. 196 f.

⁵⁹ Funered, Urban E, a.a. s. 199.

kommitténs överenskommelse från 1988.⁶⁰ Att EU:s regler bygger på Baselkommitténs överenskommelse kan förklaras med att kommittén höll nära kontakt med EU:s bankexperter när kapitaltäckningsreglerna arbetades fram. Detta för att underlätta arbetet samt öka möjligheterna till en internationell samordning av reglerna. Direktiven och överenskommelsen skiljer sig lite åt vad gäller uppdelningen av kapitalbas respektive riskklassindelning, men den stora skillnaden är förstås att direktiven är juridiskt bindande, medan överenskommelsen endast är rekommendationer till tillsynsmyndigheterna.⁶¹

3.2.2 Basel II

Baselkommittén började i december 1998 arbeta med att försöka ta fram nya kapitaltäckningsregler. Reglerna från Basel I ansågs vara för trubbiga och kunde inte möta den snabba utveckling som sker på det finansiella området idag. Ett bevis på detta är alla de finansiella kriser som inträffade på olika platser världen över under 1990-talet. Många nya finansiella instrument har även dykt upp på marknaden vilket kräver ett mer nyanserat regelsystem. De uttalade målen för de nya kapitaltäckningsreglerna skiljer sig från de nuvarande, främst genom målet om förbättrad riskkänslighet, en intern kapitalutvärdering samt en mer heltäckande behandling av de olika typer av risker som har kommit till följd av den snabba utvecklingen av produkter och tekniker på finansmarknaderna.⁶²

Kapitaltäckningsreglerna i Basel II omfattar tre pelare där den första innehåller generella minimikrav på kapital, den andra regler för en aktiv individualiserad risktillsyn, och den tredje regler för genomlysning av risker och kapital.

Vad beträffar den första pelarens krav på minimikapital ligger kapitaltäckningskravet kvar på 8 procent av det riskvägda beloppet. Angående beräkningen av kreditriskexponeringen, dvs. den riskexponeringen som bl.a. bankens utlåning och placeringar utgör, sker vissa förändringar. Kreditinstitutet kan välja om det vill beräkna kreditrisken enligt en vidareutveckling av den idag gällande schablonmetoden⁶³, eller om det föredrar att använda sig av en metod som bygger på företagets egna interna mätmetoder. Den interna mätmetoden går ut på att banken tillåts bestämma riskvikter för sina exponeringar genom en s.k. intern rating. För att kunna göra detta krävs emellertid tillstånd av landets tillsynsmyndighet (FI i Sverige).⁶⁴

⁶⁰ International convergence of capital measurement and capital standards (Basel-överenskommelsen).

⁶¹ Funered, Urban E, a.a. s. 79 f.

⁶² FI Dnr: 01-1178-601, s. 2; FI Dnr: 05-5939-350, s. 5.

⁶³ Se kap. 3.1.

⁶⁴ FI Dnr: 01-1178-601, s. 5 f f.

En ytterligare nyhet i den första pelaren är kapitalkravet för operativa risker⁶⁵, dvs. risker för att det inträffar misstag, brott eller olyckor i verksamheten som gör att banken drabbas av förluster.⁶⁶

När det gäller den andra pelaren innehåller den en mer individuellt anpassad bedömning som kompletterar den första generella pelaren. Exempel på detta är krav på en högre kapitaltäckningsgrad än den legala miniminivån till skydd för eventuella oväntade påfrestningar, samt att tillsynsmyndigheten skall ingripa på ett tidigt stadium för att förhindra att bankens kapitaltäckningsgrad sjunker under miniminivån.⁶⁷ Den tredje pelaren handlar om högre krav på genomlysning och information för bankerna vilket skall bidra till att systemriskerna minskar.⁶⁸

Eftersom Baselkommittén inte har någon lagstiftningsmakt, har förslaget, som ovan påpekats, ingen bindande legal status utan är endast rekommendationer till enskilda länder.⁶⁹ EU-kommissionen har parallellt med Baselkommittén arbetat med dessa frågor samt kommenterat kommitténs förslag.⁷⁰ Eftersom kapitaltäckningsreglerna i anslutning till Basel I inom EU är harmoniserade är det också EU som beslutar hur kommitténs förslag skall uttryckas i direktiv eller regleringar.⁷¹ Sammanfattningsvis kan sägas att Basel II- reformen handlar om att stärka det finansiella systemets motståndskraft mot stora oväntade förluster samt bidra till en ökning av den ekonomiska effektiviteten. Detta skall ske genom riskkänsliga kapitaltäckningsregler som bidrar till en mer exakt uppskattad risk som i sin tur leder till att systemriskerna minskar och att det finansiella systemet blir mer stabilt.⁷² Förslaget har dock utsatts för hård kritik. Denna kritik handlar bl.a. om att förslaget skulle vara för dyrt att genomföra och alldeles för komplext. Den tyska regeringen har även påpekat att förslaget kräver att för mycket eget kapital måste sättas åt sidan vid utlåning till små och medelstora företag, vilket i sin tur medför höjda låneräntor till dessa.⁷³ Om kommissionens direktivförslag går enligt planerna så kommer det formellt att antas under 2006, reglerna träder då i kraft vid årsskiftet 2006/2007.⁷⁴

⁶⁵ Den operativa risken kallas även administrativ risk och innefattar de risker som inte hänförs till de finansiella riskerna. Operativ risk kan delas upp i handläggningsrisk, intern kontrollrisk och teknisk risk. Exempel på handläggningsrisker är risker för oriktigheter vid avtalslut samt risker för fel i avtal och kontrakt. Den interna kontrollrisken kan utgöras av exempelvis risken för att medarbetare bryter mot regler eller risken för bedrägerier. Den tekniska risken utgörs av risken för att t.ex. datasystem fallerar eller utger fel information. Se mer om operativa risker i SOU 1998:160, s. 198 f.

⁶⁶ Cranston, Ross, a.a. s. 91.

⁶⁷ FI Dnr: 01-1178-601, s. 9.

⁶⁸ FI Dnr: 01-1178-601, s. 10.

⁶⁹ FI Dnr: 01-1178-601, s. 12.

⁷⁰ FI Dnr: 01-1178-601, s. 1.

⁷¹ FI Dnr: 01-1178-601, s. 12 f.

⁷² FI Dnr: 01-1178-601, s. 26.

⁷³ Cranston, Ross, a.a. s. 91.

⁷⁴ http://www.fi.se/Templates/ListPage____2914.aspx.

4 Grundstruktur för säkerställda obligationer

4.1 Säkerställda obligationer som finansiellt instrument

Bostadstinstitutens finansiering av sin utlåning består vanligtvis av utgivning av obligationer utan någon säkerhet samt värdepapperisering. Vad de säkerställda obligationerna erbjuder är en alternativ finansieringsform, där innehavarna får en bättre säkerhet än i normalfallet vid obligationsutgivning.

Emittenten, som initierar verksamheten, ger ut obligationer som är förenade med förmånsrätt i en särskild s.k. säkerhetsmassa, till större delen bestående av hypotekskrediter förenade med panträtt i fast egendom samt offentliga krediter. Denna säkerhetsmassa är avsedd endast för innehavarna av de säkerställda obligationerna för det fall att emittenten skulle hamna på obestånd. Lagstiftningen om säkerställda obligationer finns för att säkerställa att just denna säkerhetsmassa, som skall göra att innehavarna av obligationerna skall skyddas vid en eventuell konkurs, existerar. Det är viktigt att från början komma ihåg att tanken med säkerställda obligationer är att *innehavarna inte alls skall behöva beröras av en konkurs hos kreditinstitutet*. Verksamheten med säkerställda obligationer skall skiljas från kreditinstitutets övriga verksamhet. Meningen är att innehavarna inte skall påverkas av en förtida avveckling, utdelningarna skall fortsätta ske enligt plan och obligationerna löpa vidare till förfallodagen. Det är även detta som intresserar ratinginstitutet. Om inte innehavarna skulle hållas undan en eventuell konkurs så finns ingen anledning till varför dessa obligationer skulle få något högre ratingbetyg än andra obligationer. Det är även viktigt att betona att tillgångarna i säkerhetsmassan stannar kvar i institutets balansräkning, och inte som vid värdepapperisering, där emittenten är ett specialföretag (SPV) med en balansräkning helt skild från den övriga verksamheten. För övrigt är likheterna med just värdepapperisering många. Strukturen på transaktionen liknar den vid värdepapperisering, med den skillnaden att emittentinstitutet (originatorn) överlåter fordringar till ett SPV som i sin tur finansierar köpet genom utgivning av obligationer.

Det nominella värdet på de tillgångar som finns i säkerhetsmassan skall vid varje tillfälle överstiga det nominella värdet av utestående obligationer. Detta är den s.k. matchningsprincipen. Det är inte så att varje obligation matchas med en individuell tillgång i säkerhetsmassan, *alla obligationer täcks av den totala säkerhetsmassan*. För att ytterligare stärka innehavarna av de säkerställda obligationernas ställning finns särskilda belåningsgrader för de krediter som ingår i säkerhetsmassan. Annan förstärkning är löpande värderingar av säkerhetsmassan. För det fall säkerhetsmassan skulle vara

mindre värd än de utestående obligationerna skall denna kompletteras med nya säkerheter. Emittentinstitutionen måste även föra ett register över vilka tillgångar som finns i säkerhetsmassan samt över utgivna obligationer. I registret matchas beloppen för att säkerställa att värdet på säkerhetsmassan hela tiden är större än värdet på obligationerna. Insyn och kontroll över registret har respektive lands tillsynsmyndighet.

Poängen med säkerställda obligationer är att bolåneinstitutionen, tack vare obligationsinnehavarnas säkra investering, skall kunna låna ut pengar till lägre ränta. Eftersom risken med investeringen i säkerställda obligationer är låg kommer räntan på dessa att anpassas därefter. Lägre räntor på upplåningen borde leda till lägre räntor på utlåningen.

4.2 Risker med säkerställda obligationer

En investering i säkerställda obligationer är en tämligen säker investering. De höga ratingbetyg⁷⁵ som befintliga instrument av denna kategori som finns på marknaden innehar, vittnar om detta. Grundtanken bakom obligationsformen är främst att den skall erbjuda investerare ett alternativt sparande till mycket låg risk. Trots detta finns det ett antal risker som det trots specifik lagstiftning inte går att undkomma.⁷⁶ En sådan risk är kreditrisken. Med denna avses risken för att beviljade krediter inte kommer att kunna betalas tillbaka av motparten.⁷⁷ Kreditrisken uppstår nästan alltid till följd av bankernas utlåning.⁷⁸ För att hålla en låg riskprofil är det viktigt att värdet på säkerheterna i säkerhetsmassan hela tiden motsvarar värdet på de emitterade obligationerna. Skulle plötsligt värdet på fastigheter minska och någon säkerhetsmarginal inte fanns vore inte innehavarnas investering särskilt säker. För att mildra denna finns särskilda belåningsgrader för säkerheterna i säkerhetsmassan. Det kan också finnas ett krav på innehav av ett visst överskott i säkerhetsmassan i lagstiftningen. Trots dessa hårda krav på säkerheterna i massan kan inte det faktum, att en kraftig nedgång på fastighetsmarknaden alltid innebär en risk, fränkommas.

Andra osäkerhetsfaktorer är ränte- och likviditetsriskerna. Ränterisker uppkommer i huvudsak på grund av skillnader i räntebindningsperioder i ut- och inlåningen.⁷⁹ Bankernas placeringar har ofta längre löptid och lägre ränterörlighet än upplåningen.⁸⁰ För att skydda innehavarna mot detta finns de s.k. matchningsreglerna och balansprincipen.⁸¹

Likviditetsrisken uppstår också till följd av de olika löptiderna. Banken fungerar som en slags löptidsomvandlare i ekonomin i och med att den

⁷⁵ Se vidare kap. 6.

⁷⁶ Barclays, Special focus on covered bonds, 25 november 2005.

⁷⁷ Funered, Urban, a.a. s. 45 f f.

⁷⁸ AB Spintab, Bostadsobligationer, s. 5.

⁷⁹ Ibid.

⁸⁰ Funered, Urban, a.a. s. 107.

⁸¹ Se kap. 5.2.5.

långfristiga utlåningen finansieras med kortfristig inlåning. En förutsättning för att detta skall kunna ske är att bankerna kan förutsäga den kortfristiga inlåningen. Skulle däremot bankens kunder börja tvivla på bankens betalningsförmåga och ta ut sina medel kan en likviditetskris uppkomma hos institutet.⁸²

Eftersom det är institutet, och inte någon från detta fristående, som sköter upprättandet av registret uppstår även en operationell risk.⁸³ FI skall dock utse en oberoende granskare som skall kontrollera att en riktig registrering skett av obligationer, säkerhetsmassa och derivatavtal.⁸⁴

Marknadsriskerna har inte fått någon särreglering i LSO. En marknadsrisk definieras som risken för förlust som kan drabba öppna marknadspositioner på grund av rörelser i marknadspriser, dvs. prisförändringar på aktie-, ränte- och valutamarknaderna.⁸⁵

Transaktioner som emission av säkerställda obligationer ger upphov till

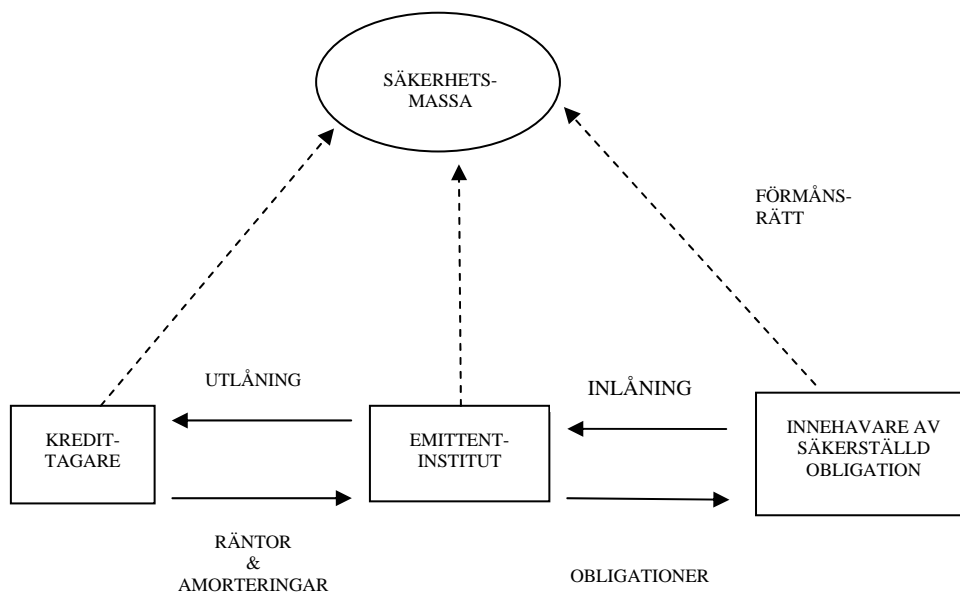


Bild 1: Betalningsflöden vid emission av säkerställda obligationer.

⁸² Funered, Urban, a.a. s. 122.

⁸³ Angående operationella risker se vidare avsnitt 3.2.2.

⁸⁴ Prop. 2002/03:107, s. 77 f.

⁸⁵ Prop. 2002/03:107, s. 28 f.

5 Lagstiftning om säkerställda obligationer

5.1 UCITS direktivet

De första regler som formulerats vad gäller säkerställda obligationer i EU är ändringsdirektivet⁸⁶ från 1988, till UCITS-direktivet.⁸⁷ UCITS-direktivet innehåller regler som begränsar värdepappersfonders möjligheter att placera tillgångar i värdepapper som har samma utgivare.⁸⁸ Direktivet medförde problem för danska fondföretag som placerade en stor del av sina tillgångar på den danska obligationsmarknaden. Denna marknad domineras av obligationer som ges ut av s.k. realkreditinstitut. Problemet bestod i att antalet realkreditinstitut i Danmark var litet, vilket gjorde att det blev omöjligt för värdepappersfonderna att placera som de önskade, om de nya begränsande reglerna skulle tillämpas. Därför tillkom artikel 22 (4) för att möjliggöra ett undantag från direktivet. Det är också detta undantag som innehåller de första rekvisiten gällande säkerställda obligationer i EU-lagstiftningen. I artikel 22 (4) stadgas att gränsen för enhandsengagemang får höjas när det gäller vissa obligationer om: De är emitterade av ett kreditinstitut som har sitt säte i en medlemsstat och som enligt lag är underkastad särskild offentlig tillsyn avsedd att skydda obligationsinnehavarna. Vidare skall särskilt iaktas att det kapital som lånats upp genom emittringen av obligationerna skall placeras i sådana tillgångar som gör att innehavarna av obligationer under hela obligationens löptid har täckning för både återbetalning av kapital och upplupen ränta.⁸⁹

5.2 Svensk lagstiftning om säkerställda obligationer

Genom LSO har svenska banker och kreditmarknadsföretag i likhet med institut i andra europeiska länder fått tillgång till en ny finansieringsform.⁹⁰ Denna konkurrensneutralitet är angelägen då lägre finansieringskostnader för instituten ökar förutsättningarna för lägre bolåneräntor.⁹¹ En stor skillnad mellan Sverige och andra länder som infört lagstiftning om säkerställda obligationer är att Sverige redan har en fungerande bostadsobligations-marknad. Detta medför att institutets utestående

⁸⁶ Direktivet om samordning av lagar och andra författningar som avser företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (fondföretag), 85/611/EEG.

⁸⁷ Prop. 2002/03:107, s. 27.

⁸⁸ S.k. enhandsengagemang.

⁸⁹ Prop. 2002/03:107, s. 27; artikel 22 (4) direktiv 85/611/EEG.

⁹⁰ Walin, Gösta och Gregow, Torkel, *Förmånsrättslagen, lönegarantilagen m.m. En kommentar*, s. 35.

⁹¹ Prop. 2002/03:107, s. 1.

obligationer måste konverteras, för att inte bli efterställda de säkerställda i en eventuell konkurs. I de övriga länder som infört lagstiftning om säkerställda obligationer fanns ingen utestående obligationsstock utan denna var tvungen att byggas upp som en säkerställd stock från grunden.⁹² Sverige kommer följaktligen att bli det första land i Europa som konverterar sin stock av bostadsobligationer till lagskyddade säkerställda obligationer.⁹³

De säkerställda obligationerna skiljer sig från dagens obligationer genom att investeraren (kreditgivaren) idag har ett krav på bolagets hela balansräkning. Innehavarna av de säkerställda obligationerna får förmånsrätt till en s.k. *säkerhetsmassa*, som består av pantskyddade krediter, för det fall att emittentinstitutet skulle hamna på obestånd.

5.2.1 Emittentinstitut

Ett emittentinstitut är en bank eller ett kreditmarknadsföretag som fått tillstånd av FI att ge ut säkerställda obligationer.⁹⁴ I Sverige har vi valt en funktionell reglering för utgivningen, vilket innebär att ett institut själv kan välja om det endast vill ägna sig åt att finansiera kreditgivningen genom utgivning av säkerställda obligationer eller kombinera denna med ytterligare bankrörelse- eller finansiell verksamhet.⁹⁵ En viktig fråga när lagen infördes var om regleringen skulle vara funktionell eller institutionell, dvs. om institutet som ger ut säkerställda obligationer skulle tillåtas eller inte att bedriva även annan finansiell verksamhet.⁹⁶ Av EG-reglerna framgår att varken en funktionell eller institutionell lösning är utesluten.⁹⁷ Det finns flera fördelar med en funktionell reglering. En funktionell reglering innebär en större organisatorisk frihet för instituten, möjligheten finns då att erbjuda kunderna även andra krediter, dvs. att förena utgivningen av säkerställda obligationer med annan kreditverksamhet. Detta kan leda till ökad konkurrens mellan instituten och därmed i slutändan till lägre bolåneräntor för konsumenterna. I övriga Europa bygger regleringen mycket på tysk lagstiftning som är institutionell, medan i länder som Spanien och Tjeckien har en funktionell lagstiftningsmodell valts.⁹⁸

5.2.2 Villkor för att få ge ut säkerställda obligationer

Kraven för tillstånd återfinns i 2 kap. 1 § LSO. För att kunna ansöka om att ge ut säkerställda obligationer krävs att emittenten är en svensk bank eller ett svenskt kreditmarknadsföretag, samt att det bl.a. lånar ut pengar mot pant

⁹² Sylvén, Jonny, Säkerställda obligationer, 5 februari 2004.

⁹³ Sylvén, Jonny, Spelet vid konverteringen, 4 mars 2004.

⁹⁴ Jmf. 1 kap. 2 § LSO.

⁹⁵ Prop. 2002/03:107, s. 1.

⁹⁶ Prop. 2002/03:107, s. 53.

⁹⁷ Jmf. UCITS-direktivet artikel 22 (4).

⁹⁸ Prop. 2002/03:107, s. 54 f.

i bostäder. Då vi i Sverige valt en funktionell inriktning kan alla svenska finansiella institut ansöka. En viktig förutsättning för att få ett sådant tillstånd är, som ovan nämnts, att tidigare utgivna obligationer som är utgivna för att finansiera de krediter som ingår i säkerhetsmassan, transformeras till säkerställda obligationer. Vidare måste institutet upprätta en ekonomisk plan som visar att den finansiella situationen är sådan att övriga borgenärers intressen inte riskeras.⁹⁹

De enda institut i Sverige som i dag har fått tillstånd att ge ut säkerställda obligationer är Nordea och Stadshypotek. Det är på något sätt inte självklart att alla bostadsinstitut kommer att lämna in en ansökan. Det finns ett antal frågor som institutet först måste ta ställning till.

En konvertering är en kostsam process. Konverteringskravet medför att institutet måste undersöka hur stor del av givna krediter på tillgångssidan som klarar av kraven för att ingå i säkerhetsmassan. Är inte dessa tillräckligt många kanske det inte finns någon ekonomisk vinst att göra för institutet.¹⁰⁰ Det kommer även krävas att bygga upp nya datasystem och administrativa funktioner i instituten, vilket kan bli kostsamt och gör att vinsten inte kan räknas hem kortsiktigt. Den förväntade vinsten i minskad upplåningskostnad är osäker, efter som räntan redan idag är låg. Ett ytterligare krav för att ett institut skall få ge ut säkerställda obligationer är att informera nuvarande obligationsinnehavare. Det kan tänkas bli en omfattande procedur om institutet har en diversifierad investerarbas.¹⁰¹

5.2.3 Säkerhetsmassan

Säkerhetsmassan är de tillgångar hos det utgivande institutet som skall svara mot de säkerställda obligationerna och i vilka innehavarna av obligationerna har förmånsrätt vid en eventuell obeståndssituation hos emittentinstitutet. De tillgångar ett svenskt institut får använda sig av är hypotekskrediter och offentliga krediter. Hypotekskrediter är främst krediter som lämnats mot pantbrev i fast egendom som är avsedda för bostads-, jordbruks-, kontors- eller affärsändamål, eller mot inteckning i tomträtt eller pant i bostadsrätt.¹⁰² Hypotekskrediterna får endast vara säkerställda med säkerheter i egendom som finns inom EU.¹⁰³ Ett ytterligare krav enligt FI är att byggnader som hör till fastigheterna och tomträtterna måste vara brandförsäkrade för att hypotekskrediten skall få ingå i säkerhetsmassan.¹⁰⁴ Skulle en lånefordran vara oreglerad sedan 60 dagar, får den inte räknas med i säkerhetsmassans värde vid matchningen i 3 kap. 8 och 9 § § LSO.¹⁰⁵

⁹⁹ Jmf. 2 kap. 1 § 3 och 4 p. LSO; Covered Bonds introduced in Sweden, Mannheimer Swartling, s. 1.

¹⁰⁰ Sylvén, Jonny, Säkerställda obligationer, 5 februari 2004.

¹⁰¹ Sylvén, Jonny, Spelet vid konverteringen, 4 mars 2004.

¹⁰² Jmf. 3 kap. 1 § 1 p. LSO.

¹⁰³ Jmf. 3 kap. 6 LSO.

¹⁰⁴ 3 kap. 3 § FFFS 2004:11.

¹⁰⁵ 3 kap. 4 § FFFS 2004:11.

Offentliga krediter är krediter utan säkerhet lämnade till särskilt starka låntagare, såsom bl.a. svenska staten, svenska kommuner samt stater och centralbanker inom EU och Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD).¹⁰⁶ En uttömmande uppräkningslista finns i 3 kap. 1 § 1 st. A 2-6 lagen (1994:2004) om kapitaltäckning och stora exponeringar för kreditinstitut och värdepappersbolag.¹⁰⁷ För bestämning av vad ett pantobjekt är avsett för hänvisar FI till typkoderna som finns i fastighetsregistrets uppgiftsdel.¹⁰⁸

Belåningsgraderna¹⁰⁹ för hypotekskrediter regleras i 3 kap. 3 § LSO. Belåningsgraden beräknas som kvoten mellan krediten och marknadsvärdet av fastigheten.¹¹⁰ Denna kvot bestämmer hur mycket kreditgivaren är villig att låna ut mot fastigheten som säkerhet. När det gäller säkerställda obligationer avser emellertid belåningsgraden i 3 kap. 3 § LSO inte hur mycket kreditgivaren lånar ut till banken med fastigheten som säkerhet, utan hur stor del av krediten som får räknas in i säkerhetsmassan med avseende på marknadsvärdet på fastigheten. Denna belåningsgrad har alltså inget att göra med hur mycket pengar institutet har lånat ut till kredittagaren, det är endast en gräns för hur stor del av marknadsvärdet på fastigheten (säkerheten) som får tas med i säkerhetsmassan. Innehavaren av säkerställda obligationer har förmånsrätt i hypotekskrediterna till den del de motsvarar en viss andel av marknadsvärdet på fastigheten.

En säkerhetsmarginal har sålunda införts som består av differensen mellan fastighetens marknadsvärde och den del av krediten som får räknas in i säkerhetsmassan. I 3 kap. 3 § LSO stadgas att krediten får ingå i säkerhetsmassan till den del "*krediten i förhållande till säkerheten*" ligger inom 75 procent av marknadsvärdet för bl.a. fast egendom. Formuleringen är konstig då det inte klart framgår vad som menas med säkerheten. Är det fråga om *hela* säkerheten eller endast *den del* som är in-tecknad? Att *kvoten* (krediten i förhållande till säkerheten) skall ligga inom 75 procent av marknadsvärdet för fast egendom måste ändå tolkas som att säkerheten avser *hela fastighetens värde* och inte bara in-teckningsbeloppet.¹¹¹ Detta verkar även vara i linje med vad som sägs i förarbetena.¹¹² För fast egendom, tomträtt och bostadsrätt som är avsedd för bostadsändamål är högsta tillåtna belåningsgrad 75 procent, för fast egendom avsedd för jordbruksändamål är den 70 procent och för fast egendom, tomträtt och bostadsrätt som är avsedd för affärs- eller kontorsändamål 60 procent. Självklart är det så att marknadsvärdet under lånetiden kan försämrats. Lagstiftaren anser det inte rimligt att kräva att säkerheterna löpande skall hålla sig inom de högsta belåningsgraderna, men det krävs dock att emittentinstitutet regelbundet kontrollerar att inte marknadsvärdet sjunker alltför mycket. Skulle detta ske,

¹⁰⁶ Prop. 2002/03:107, s. 71; Covered Bonds introduced in Sweden, Mannheimer Swartling, s. 1.

¹⁰⁷ Jmf. 3 kap. 1 § 2 p. LSO.

¹⁰⁸ 3 kap. 2 § FFFS 2004:11.

¹⁰⁹ Det engelska ordet för belåningsgrad är *loan-to-value*.

¹¹⁰ http://en.wikipedia.org/wiki/Loan_to_value.

¹¹¹ Intervju med Ulf Jensen 31 januari 2006, Lund.

¹¹² Prop. 2002/03 s. 64 f f.

så att relationen mellan säkerheterna och marknadsvärdet förändrats betydande, måste detta beaktas vid beloppsmatchningen.¹¹³

Obligationsinnehavarna har alltså förmånsrätt hos institutet i form av fordringar på gäldenärerna. Värdet på dessa fordringar bestäms i praktiken i första hand av låntagarens betalningsförmåga och inte av den lämnade säkerhetens värde. Vad LSO gör, är att den baserar gäldenärens betalningsförmåga på säkerhetens värde. Självklart är det svårare att använda sig av gäldenärens betalningsförmåga i praktiken. Fastighetens marknadsvärde är ett betydligt enklare riktmärke. Det kan dock tänkas att gäldenärerna normalt sett kommer att sköta sina lån och betala av hela skulden, vilket gör att tillgångarna ofta kommer att överstiga gränsen med 75 procent av marknadsvärdet även när fastighetens värde är lågt. Detta överskott kommer inte innehavarna av säkerställda obligationer att kunna tillgodogöra sig något av.¹¹⁴

Förutom hypotekskrediter och offentliga krediter får även s.k. fyllnads-säkerheter ingå i säkerhetsmassan.¹¹⁵ Utgivningen av säkerställda obligationer bygger på en s.k. *matchningsprincip* som innebär att obligationsinnehavarnas fordringar värdemässigt skall motsvaras av krediterna i säkerhetsmassan vid varje tidpunkt. Det kan dock tänkas att löptiderna på obligationerna och krediterna inte alltid sammanfaller, utan att det vid vissa tillfällen uppstår ett ”glapp” i matchningen. Glappet kan bero på att låntagare betalar tillbaka krediterna i förtid, amorterar eller att institutet inte tidsmässigt matchat låneupptagningen med beviljningen av krediter. För att motverka detta behövs fyllnadssäkerheterna, som fungerar som en extra reserv för det fall att denna ”missmatchning”¹¹⁶ skulle uppkomma.¹¹⁷ Fyllnadssäkerheterna får ingå till högst 20 procent av tillgångsmassan och består av tillgångar som anses ha den mest gynnade riskviktningen ur kapitaltäckningssynpunkt enligt 3 kap. 1 § 1 st. A kapitaltäckningslagen samt god likviditet.¹¹⁸ Främst rör det sig här om bankens likvida medel och fordringar som anses särskilt säkra. Att ha ett visst överskott i säkerhetsmassan ger även fördelar ur ratingsynpunkt.¹¹⁹ Fyllnadssäkerheterna bör emellertid inte användas mer än för att täcka upp eventuell ”missmatchning” eller förtida återbetalning av krediter.¹²⁰

5.2.4 Värdering av säkerheterna

När marknadsvärdet bestäms skall detta enligt 3 kap. 4 § i LSO fastställas genom en individuell värdering. Marknadsvärdet är det pris som skulle

¹¹³ Prop. 2002/03:107, s. 69.

¹¹⁴ Jensen, Ulf, Intervju 31 januari 2006, Lund; Jensen Ulf, pm.

¹¹⁵ Jensen, Ulf, a.a. s. 37.

¹¹⁶ Jag använder ”missmatchning” som en direktöversättning av engelskans *missmatching*, då detta uttryck används i mycket av det svenska material jag har haft tillgång till.

¹¹⁷ Prop. 2002/03:107, s. 71 f f.

¹¹⁸ 3 kap. 2 § LSO; prop. 2002/03:107, s. 71 f.

¹¹⁹ Se vidare kap. 8.5.

¹²⁰ Prop. 2002/03:107, s. 73.

uppnås vid en marknadsmässig försäljning, där skälig tid ges för förhandlingar och där ingen hänsyn tas till spekulativa eller tillfälliga förhållanden.¹²¹ Vidare skall den individuella värderingen göras av en kompetent värderingsman. Värderingen skall dokumenteras och det skall tydligt framgå vilken som varit värderingsman och de grunder han baserat sin värdering på.¹²² I sina allmänna råd anser FI att värderingsmannen skall ha tillräcklig teoretisk och praktisk kunskap om hur en värdering utförs, samt vara väl förtrogen med den allmänna och lokala fastighetsmarknaden.¹²³

En värdering får även göras med generella prisnivåer som grund om det rör sig om fast egendom som utgör bostadsfastighet i en- eller tvåfamiljshus.¹²⁴ FI rekommenderar att denna värdering dokumenteras.¹²⁵ Marknadsvärdet skall löpande kontrolleras genom att emittentinstitutet bevakar utvecklingen på fastighetspriserna. För det fall att prisnivån skulle sjunka i de regioner där institutet lämnat krediter, skall institutet göra en omvärdering av marknadsvärdet.¹²⁶ Vad som gäller om värdet på fastigheterna skulle stiga behandlar varken lagtext eller förarbeten.

5.2.5 Matchning och register

Sedan säkerhetsmassan har bestämts, skall det nominella värdet av denna alltid *överstiga* summan av det nominella värdet på de utgivna obligationerna, vilket innebär att både obligationernas kapitalbelopp och upplupna räntor skall täckas.¹²⁷ Detta kallas *beloppsmatchning* och är en central del i utgivandet av säkerställda obligationer.¹²⁸

Genom att föreskriva att säkerhetsmassan skall överstiga det nominella värdet på de utgivna obligationerna, vill lagstiftaren markera vikten av att säkerhetsmassan är tillräcklig. Detta är viktigt för både investerare och ratinginstitut.¹²⁹ Det främsta syftet med matchningen är att säkerställa, för det fall att emittentinstitutet skulle komma på obestånd, att säkerhetsmassan alltid uppgår till ett tillräckligt värde. I propositionen uttalas att ”såväl obligationernas kapitalbelopp som upplupna räntor skall täckas”.¹³⁰ Betydelsen av detta torde vara att matchningsreglerna tar hänsyn till upplupen ränta bara på skuldsidan och inte på tillgångssidan. För institutet innebär detta att täckning för upplupna räntor på obligationerna alltid måste finnas, men att upplupna räntor som institutet har på kreditgivarna inte får räknas in i säkerhetsmassan. Detta innebär en kapitalbelastning för institutet.

¹²¹ 3 kap. 4 § 2 st. LSO.

¹²² Jmf. 3 kap. 5 § LSO.

¹²³ 3 kap. 5 § FFFS 2004:11.

¹²⁴ Jmf. 3 kap. 4 § 1-3 p. LSO.

¹²⁵ 3 kap. 6 § FFFS 2004:11.

¹²⁶ 3 kap. 7 § FFFS 2004:11.

¹²⁷ Prop. 2002/03:107, s. 74.

¹²⁸ Prop. 2002/03:107, s. 73.

¹²⁹ Ds 2001:38 s. 118.

¹³⁰ Prop. 2002/03:107, s. 74.

I 3 kap. 9 § 1 och 2 st. LSO ges emellertid även uttryck för en *balansprincip* som innebär att *nuvärdet*, net present value (NPV) av tillgångarna i säkerhetsmassan vid varje tidpunkt skall överstiga *nuvärdet* av skulderna avseende säkerställda obligationer. Vidare stadgas i 3 kap. 9 § 3 st. LSO att;

”emittentinstitutet skall se till att betalningsflödena avseende tillgångarna i säkerhetsmassan, derivatavtal och säkerställda obligationer är sådana att institutet vid varje tillfälle kan fullgöra sina betalningsförpliktelser gentemot innehavare av säkerställda obligationer och motparter i derivatavtal”.

Dessa medel skall emittentinstitutet hålla avskilda från institutets övriga medel på ett *särskilt konto* (3 kap. 9 § 4 st. LSO). I 9 § LSO tas sålunda hänsyn även till nuvärdet av *både* tillgångar och skulder.

För att upprätthålla beloppsmatchningen skall emittentinstitutet föra ett *register* över tillgångar och skulder.¹³¹ Registret gör det möjligt att bedriva tillsyn samt att vid en eventuell konkurs lätt kunna se vad som är tillgångar och skulder.¹³² FI skall utse en granskare som bl.a. har till uppgift att kontrollera att registret är korrekt fört samt att matchningen upprätthålls och belåningsgrader iakttas etc.¹³³ Ett emittentinstitut får fritt förfoga över de tillgångar som antecknats i registret, som att t.ex. byta ut en hypotekskredit mot en annan kredit, så länge som matchningsreglerna följs och som nya tillgångar registreras om registrerade tillgångar har realiserats.¹³⁴

I 3 kap. 7 § 2 st. LSO finns regler om att säkerhetsmassan måste ändras för det fall att en kredit skulle *minska* avsevärt i värde. Det går inte att fastslå generellt vad som menas med en avsevärd minskning, men främst är det fråga om värdeminskningar, som inte kan anses vara en följd av en normal variation av marknadsvärdet. Vilken minskning som kan tolereras beror även på vilken typ av fastighet det är fråga om.

Vad gäller fastigheter för kommersiellt bruk bör en större avvikelse kunna godtas. En minskning på fem procent kan godtas, men om den uppgår till 15 procent kan den inte accepteras.¹³⁵ Vad som händer om marknadsvärdet skulle *öka* står det ingenting om i lagtexten. Om marknadsvärdet stiger och registret inte innehåller det nya värdet, baseras innehavarnas förmånsrätt på det lägre registrerade värdet. Detta kan bli till nackdel för innehavarna av de säkerställda obligationerna. Skulle det nya högre värdet ha registrerats så hade de fått större utdelning i en eventuell konkurs hos institutet. Det måste dock hållas i minnet att den del av hypotekskrediten som får ingå i säkerhetsmassan aldrig kan bli större än den ursprungliga fordringen på gäldenären.

¹³¹ Jmf. 3 kap. 10 § LSO.

¹³² Prop. 2002/03:107, s. 77.

¹³³ Jmf. 3 kap. 12 och 13 § § LSO; Prop. 2002/03:107, s. 78 f.

¹³⁴ Prop. 2002/03:107, s. 78.

¹³⁵ Prop. 2002/03:107, s. 107.

Hur värderingen av fastigheten skall gå till när krediten minskat avsevärt i värde uttalar sig inte heller lagtexten om. Enligt 3 kap. 4 § LSO stadgas att en individuell värdering skall göras när institutet *lämnar* krediten.

5.2.6 Emittentens konkurs

Vid emittentens konkurs utses enligt konkurslagen (1987:672) (KonkL) en eller flera konkursförvaltare som skall ha den särskilda insikt och erfarenhet som krävs för uppdraget, samt vara lämpliga i övrigt.¹³⁶ När det gäller ett kreditinstituts konkurs skall FI förordna om ett allmänt ombud som konkursförvaltare. Detta ombud skall tillsammans med den/de övriga konkursförvaltarna delta i konkursboets förvaltning. Skulle förvaltningen av konkursboet ha delats får ombudet delta i alla konkursens delar.¹³⁷

Enligt de aktuella EG-direktiven är ett krav för att få ge ut säkerställda obligationer att dessa förenas med förmånsrätt.¹³⁸ Förmånsrätten för innehavare av säkerställda obligationer och motparter i derivatavtal för fordran mot emittentinstitutet finns i 3 a § FRL och har bästa rätt av de särskilda förmånsrätterna. Att de har bästa rätt medför att om handpanträtt skulle konkurrera med säkerställda obligationer så skulle handpanträtten få ge vika.

Då regeln infördes i förmånsrättsordningen, trots en allmän strävan att begränsa denna, gjordes det med hänsyn till behovet av en effektiv kreditgivning i allmänhet samt behovet av krediter med god säkerhet.¹³⁹ Ett system med säkerställda obligationer stimulerar kreditgivningen på det sätt att det skapar bästa möjliga förutsättningar för bolåneinstitutens kreditgivning och för lägsta möjliga bolåneräntor.¹⁴⁰ Allmänna samhälls-ekonomiska skäl fick alltså väga tyngre.¹⁴¹ De borgenärer som förlorar på innehavarna av de säkerställda obligationernas förmånsrätt är boets övriga borgenärer. Boets övriga borgenärer är de som har allmän eller särskild förmånsrätt och oprioriterade borgenärer. Frågan om vilka de oprioriterade borgenärerna skulle vara måste ses i ljuset av att emittentinstitutet, för att hålla en bra rating, kommer att renodla verksamheten till förmån för förmånsberättigade obligationsinnehavare. De borgenärer som finansierar topplånen, vilka kommer att sakna förmånsrätt på grund av att belåningsgraden för att ingå i säkerhetsmassan är för hög, kommer dock att komma i ett sämre läge vid en emittents eventuella konkurs. Även leverantörer av olika slag till institutet kan tänkas missgynnas, om de nu inte skulle fått betalt vid anfordran.¹⁴²

¹³⁶ Welamsson, Lars, Mellqvist, Mikael, *Konkurs*, s. 54.

¹³⁷ Jmf. 13 kap. 13 § lag (2004:297) om bank och finansieringsrörelse.

¹³⁸ Prop. 2002/03:107, s. 80.

¹³⁹ Walin, Gösta, Gregow, Torkel, a.a. s. 17.

¹⁴⁰ Ds 2001:38.

¹⁴¹ Prop. 2002/03:107, s. 85.

¹⁴² Prop. 2002/03:107, s. 81.

5.3 Jämförelse i Norden

Danmark är det land i Norden som har haft ett system med säkerställda obligationer under längst tid.¹⁴³ Regleringen har en institutionell inriktning vilket innebär att de institut som ägnar sig åt utgivning av säkerställda obligationer endast får bedriva sådan verksamhet. Instituterna får emellertid även bevilja andra lån, kravet är då att de skall vara förenade med panträtt i fast egendom. Dessa särskilda institut kallas realkreditinstitut och de emitterar s.k. realkreditobligationer. Realkreditloven reglerar utgivningen av obligationerna. Belåningsgraderna varierar beroende på vilken typ av egendom det är fråga om. Den högsta har bostadsfastigheter som får belånas upp till 80 procent av fastighetens marknadsvärde. Om emittentinstitutet skulle komma på obestånd har obligationsinnehavarna på samma sätt som i den svenska lagstiftningen förmånsrätt i säkerhetsmassan. En skillnad mot den svenska LSO är ett lagstadgat krav på överskott i säkerhetsmassan på 8 procent.¹⁴⁴

I Finland trädde en lagstiftning om säkerställda obligationer i kraft den 23 december 1999.¹⁴⁵ Denna lag ansågs inte vara tillräckligt kreditvärdig och omarbetades därför genom lagen (31.1.2003/78). Lagen har en institutionell karaktär vilket medför att endast hypoteksinstitut får emittera säkerställda obligationer.¹⁴⁶ Vidare får dessa hypoteksinstitut inte bedriva någon annan verksamhet än att bevilja fastighetskrediter eller krediter till offentliga organ som t.ex. finska staten, andra EU-stater, samt samfund som har en liknande kreditrisk. Belåningsgraden för de hypotekskrediter som ingår i säkerhetsmassan är samma som de som gäller för tyska Pfandbriefe, dvs. 60 procent.¹⁴⁷ Innehavarna av de säkerställda obligationerna har samma förmånsrätt som panthavare och har rätt till betalningar enligt plan i en emittents konkurs. Även enligt den finska lagen skall ett särskilt register föras där obligationsinnehavarna knyts till de in-teckningar som utgör säkerhet för det aktuella lånet. En skillnad mot den svenska LSO är att för det fall ett emitterande institut skulle komma på obestånd, skall ett särskilt ombud utses som skall företräda obligationsinnehavarna.¹⁴⁸ I Sverige är det den av rätten utsedde konkursförvaltaren som förvaltar både säkerhetsmassan och det övriga konkursboet.¹⁴⁹

¹⁴³ Det danska systemet med säkerställda obligationer har sitt ursprung i den stora branden i Köpenhamn år 1795. Eftersom branden förstörde en stor del av staden uppkom en stor efterfrågan på kapital. Men då de försäkringsbolag som försäkrat fastigheterna gick i konkurs skapades i stället ett system med investering i fast egendom i vilket hypoteksinstituterna fick utgöra länken mellan de som hade underskott respektive överskott på kapital.

¹⁴⁴ Prop. 2002/03:107, s. 35.

¹⁴⁵ [http://www.pfandbrief.org/d/internet.nsf/0/2BF615B5376CC1E3C1257088004E7D6D/\\$FILE/verband_publ_fb_2004e.pdf](http://www.pfandbrief.org/d/internet.nsf/0/2BF615B5376CC1E3C1257088004E7D6D/$FILE/verband_publ_fb_2004e.pdf) s. 38.

¹⁴⁶ 5 § Lag om hypoteksbanker 23.12.1999/1240.

¹⁴⁷ SAMPO, Finland, The act on Mortgage credit banks (AMCB).

¹⁴⁸ 17 a § Lag om hypoteksbanker 23.12.1999/1240.

¹⁴⁹ Prop. 2002/03:107, s. 36 f.

I Norge håller en lagstiftning för närvarande på att utarbetas. På ett sent stadium i lagstiftningsprocessen stod det klart att vissa ändringar behövde göras, vilket har försenat färdigställandet av lagen som beräknas vara klar någon gång under 2006. Förslaget bygger även här på en institutionell reglering, precis som i Danmark och Finland. Liksom i Sverige finns inget lagstiftat krav på att ha ett överskott i säkerhetsmassan. Emittentinstitutet kan givetvis själv välja att ha det. Belåningsgraden är den samma som för Tyskland och Finland dvs. 60 procent Första emittentinstitut i Norge kommer antagligen att bli DnB NOR.¹⁵⁰

¹⁵⁰ Intervju med Marcus Hjorth FI 2 mars 2006, Stockholm; DnB NOR, Norwegian Covered Bonds in brief.

6 Rating

6.1 Ratingprocessen

Olika emittenter, t.ex. ett land, ett företag eller en bank, kan för att få en officiell kreditvärdering efterfråga att ett erkänt kreditinstitut gör en s.k. *kreditrating* av låneprogrammet. En kreditrating är en bedömning av sannolikheten för att en återbetalning enligt plan kommer att ske av det kreditvärderade värdepappret.¹⁵¹ Kreditvärderingsföretagen innehar en betydelsefull roll för hypoteksmarknaden.¹⁵² Ett antal oberoende ratinginstitut utfärdar ratingbetyg med syfte att ge företagets kreditgivare och kunder information om hur riskfyllt det är att göra affärer med företaget. De största och mest etablerade ratinginstituten är amerikanska Standard & Poor's, Moody's samt Fitch.

Ett högt ratingbetyg är avgörande för hur investerare kommer att värdera de säkerställda obligationerna. En god rating innebär att risken på obligationen är låg, vilket innebär att även avkastningen kommer att vara relativt låg. På samma sätt innebär ett sämre ratingbetyg att obligationen har en högre risk men att avkastningen på densamma är högre.

Utgivning av säkerställda obligationer har visat sig ha en positiv inverkan på kreditvärderingen av emittentinstituten.¹⁵³ Eftersom regleringen av obligationerna ser olika ut i olika länder utförs en enskild bedömning av varje kreditinstitut.¹⁵⁴ När det gäller den svenska marknaden är det sannolikt att ratinginstituten kommer att vara extra försiktiga eftersom det handlar om mycket stora volymer som skall konverteras.

Ratinginstituten använder sig av både en kvalitativ och en kvantitativ analys för att så noggrant som möjligt kunna analysera riskerna. Exempel på kvalitativa aspekter som tas hänsyn till är branschspecifika risker, som innebär att företaget utsätts för olika typer av risk, beroende på bransch. I branscher med hög konkurrens är risken större jämfört med i stabila branscher. Även företagets omgivning beaktas för att se hur det reagerar på olika typer av omvärldsförändringar. Andra aspekter är företagets marknadsposition och dess ledning. De kvantitativa aspekterna handlar om lönsamhet och kassaflödeshantering samt hur finansiellt flexibelt företaget är, dvs. företagets förmåga att skapa positiva kassaflöden från affärsverksamheten. Av vikt är även företagets kapitalstruktur som bl.a. visar hur stor företagets skuld är.¹⁵⁵

¹⁵¹ Tegin, Åke, *Kredithandboken*, s. 185.

¹⁵² Prop. 2002/03:107, s. 23.

¹⁵³ Att tyska och danska hypoteksinstitut som regel fått en extra god rating vittnar om detta. Se prop. 2002/03:107, s. 22 f.

¹⁵⁴ *Ibid.*

¹⁵⁵ Hässel, L, *De finansiella marknaderna i ett internationellt perspektiv*, s. 284 f f.

6.2 Skillnader i ratingmetoder

Ratinginstituten använder olika metoder i sina analyser av säkerställda obligationer.

6.2.1 Standard & Poor's

Hos S&P's beror ratingen av säkerställda obligationer på bedömningen av fyra faktorer: Den aktuella lagstiftningen, säkerhetsmassans kvalitet, kassaflöden och huruvida det finns något överskott i säkerhetsmassan (s.k. overcollateralization). Vad gäller lagstiftningen skall den ses över för att fastställa om innehavarna kommer att få betalning enligt plan i en konkurssituation. Endast om S&P's bedömer det som säkert att alla innehavare kommer att få betalt enligt plan, för både räntor och nominella belopp, kommer de att värdera obligationerna utan hänsyn till vilken rating emittentinstitutet har.

Säkerhetsmassan testas för att bedöma hur den kommer att stå sig i en obeståndssituation.¹⁵⁶ Kvaliteten på svenska bostäder och fastigheter spelar här en avgörande roll¹⁵⁷, vilket kan tänkas vara positivt för bedömningen av svenska obligationer då kvaliteten i svenska bostäder är god.¹⁵⁸ Vad gäller kassaflöden undersöker S&P's matchningsreglerna för att se om en god matchning av kapitalbelopp och räntor finns, som gör att en betalning enligt plan kan ske, även i en konkurssituation.

S&P's bestämmer hur mycket överskott eller overcollateralization som behövs för att få en visst ratingbetyg. Vissa länder har lagstiftning som stadgar ett visst minimiöverskott, andra reglerar det inte alls utan låter det vara upp till institutet att bestämma om och i så fall hur mycket överskott som skall finnas. Är det så att emittentinstitutet vill och kan inneha ett överskott, (vanligtvis mer än minimikravet, om det finns något sådant i den aktuella lagen) är det möjligt för S&P's att ge obligationen ett högre kreditbetyg än emittentinstitutet.¹⁵⁹

Det finns hos S&P's två olika metoder för att värdera säkerställda obligationer. Enligt den ena metoden bedöms de säkerställda obligationerna utan hänsyn till emittentinstitutets rating, en s.k. *de-linked approach*. Om den andra metoden används kan inte obligationerna få ett bättre kreditbetyg än emittentinstitutets. Denna metod kallas för *the notched-up approach*.

¹⁵⁶ Standard and Poor's, Approach to Rating European Covered Bonds Refined, 16 oktober 2003.

¹⁵⁷ Hypotekslånemarknaden är koncentrerad till bostadssektorn, även om den kommersiella fastighetssektorn ökar utgör den endast cirka 15 procent av marknaden.

¹⁵⁸ Jonny Sylvén, FöreningsSparbanken, 19 augusti 2005.

¹⁵⁹ Standard and Poor's, Approach to Rating European Covered Bonds Refined, 16 oktober 2003.

Valet av metod beror endast på hur den aktuella lagstiftningen är utformad.¹⁶⁰

S&P's klassificering av säkerställda obligationer går från AAA, som är det högsta kreditbetyget, till D som är den lägsta.¹⁶¹ S&P's har nyligen antagit en policy för värdering av svenska säkerställda obligationer, vilken innebär att en säkerställd obligation kan få högsta kreditbetyg, s.k. AAA-rating, oavsett vilket kreditbetyg den emitterande banken eller institutet har, vilket innebär en de-linked approach.¹⁶² Detta är överraskande eftersom advokatfirman Vinge i sin legala åsikt kom fram till att säkerhetsmassan inte kunde leva kvar efter en eventuell konkurs hos emittentinstitutet.¹⁶³ Anledningen till att de säkerställda obligationerna kan få ett högt kreditbetyg även om det utgivande kreditinstitutet har ett lägre, är i huvudsak den för obligationerna reserverade säkerhetsmassan.¹⁶⁴

6.2.2 Moody's

Moody's ratingsystem skiljer sig från S&P's. Värderingen sker istället i två steg genom en s.k. fundamentalanalys efter vilken kreditinstitutet tilldelas en implicit s.k. *unsecured rating*. Det första steget i bedömningen går ut på att bedöma emittentinstitutets kreditvärdighet. Det som undersöks är bl.a. huruvida emittenten är ett självständigt bolag eller ett dotterbolag, samt de eventuella kopplingar som kan finnas mellan olika bolag i en koncern. För det fall att emittenten skulle vara ett dotterbolag finns risken att det skulle kunna påverkas av en eventuell konkurs hos moderbolaget. I det andra steget undersöks de egenskaper som är specifika för de säkerställda obligationerna. Hänsyn tas bl.a. till hur förmånsrätten för innehavarna regleras i den aktuella lagstiftningen, vilka säkerheter som är tillåtna i säkerhetsmassan, belåningsgrader och värderingsregler. Även tillsynsbestämmelser är av betydelse.¹⁶⁵ Normalt sker sedan en s.k. ”uppnötching” av kreditbetyget med emittentens kreditbetyg som utgångspunkt. Den separata ratingen av obligationerna ger sålunda möjlighet till en förstärkning av kreditbetyget. Skillnaden mellan emittentens och obligationernas kreditbetyg kan vara ända upp till fem steg.¹⁶⁶ Moody's har nyligen uppdaterat sina ratingmetoder för säkerställda obligationer i Europa. Det som i första hand är nytt är i huvudsak att en mer detaljerad analys av säkerhetsmassan görs. Metoden med ”uppnötching” behålls vilket gör att hänsyn fortfarande

¹⁶⁰ [http://www.realkreditraadet.dk/web/rkrUK/data.nsf/fb8b5c4003e7d8a0c1256a20003b411a/22f4da82317d1222c1256f5d0050d20f/\\$FILE/Ian%20Bell.ppt#6](http://www.realkreditraadet.dk/web/rkrUK/data.nsf/fb8b5c4003e7d8a0c1256a20003b411a/22f4da82317d1222c1256f5d0050d20f/$FILE/Ian%20Bell.ppt#6).

¹⁶¹ Tegin, Åke, a.a. s. 185.

¹⁶² <http://di.se/Nyheter/?O=Index&page=%2fAvdelningar%2fTelegramShow.aspx%3fnopopup%3d1%26dreTN%3d271772>.

¹⁶³ Covered Bonds, Advokatfirman Vinge KB, 21 februari 2005, Stockholm, s. 7 f.

¹⁶⁴ Per Thörnqvist, Standard and Poor's, 11 juli 2005.

¹⁶⁵ Prop. 2002/03:107, s. 23 f.

¹⁶⁶ Sylvén, Jonny, Säkerställda obligationer, 5 februari 2004.

tas till emittentinstitutes kreditvärdighet.¹⁶⁷ Moody's betygsskala vad gäller långfristig upplåning går från Aaa till C.¹⁶⁸

6.2.3 Fitch

Fitch använder sig av en ratingmetod som är uppbyggd på tre steg. Först beaktas lagstiftningen där fokus ligger på att ta reda på vilken ställning innehavarna av säkerställda obligationer har vid en eventuell konkurs hos emittenten. Det som är viktigt att få svar på är om säkerhetsmassan kan leva kvar efter konkursen. I nästa fas handlar det om säkerhetsmassans kvalitet och hur kreditsäker denna är. En kassaflödesanalys utförs och matchningsregler ses över för att avgöra hur en "mismatchning" skall hanteras. Även säkerhetsmassan kontrolleras för att säkerställa att denna är tillräcklig för att garantera betalningar enligt plan. I det sista steget undersöks den operationella risken.¹⁶⁹

¹⁶⁷ Das Pfandbrief Europas führender Covered Bond, Fakten und Daten 2005, Verband Deutscher Pfandbriefbanken, Special Focus -Covered Bonds, s. 103.

¹⁶⁸ Tegin, Åke, a.a. s. 185.

¹⁶⁹ Heberlein, Hélène M., Fitch Ratings, European Covered Bonds Rating Methodology, 9 november 2004.

7 Panträttsliga principer

7.1 Allmän om panträtt

Pantförskrivningens syfte är att säkerställa ett visst anspråk. Med panträtten följer en rätt för borgenären att få betalt genom att realisera panten för det fall gäldenären inte kan infria sina förpliktelser.¹⁷⁰ Panträtten sätter även press på gäldenären att betala i tid för att undgå att panten realiserar.¹⁷¹ Det finns flera olika slags panträtter. En huvudindelning kan göras i *konventionell panträtt*, som grundar sig på ett avtal, samt *legal panträtt*, som är uppkommen genom lag.¹⁷² Panträtt kan avse både fast och lös egendom. Panträtt i lös egendom ingås formlöst och kan upplåtas i lösa varor samt olika slags rättigheter. Beträffande fast egendom måste pantförskrivningen grunda sig på ett inskrivningsförfarande enligt 6 kap. 2 § Jordabalken (JB) där fastighetsägaren sedan överlämnar pantbrevet till borgenären.¹⁷³ Detta kallas *hypotekarisk pantförskrivning*.¹⁷⁴

För att en pantförskrivning skall vara gällande skall panthavaren ha möjlighet att få sakrättsligt skydd mot upplåtarens konkurrenter och borgenärer.¹⁷⁵ Skulle inte sakrättsligt skydd kunna *uppnås* är det alltså inte fråga om någon panträtt. Walin anser dock, till skillnad från Håstad, att det krävs att sakrättsligt skydd skall ha *uppnåtts* för att det skall vara fråga om en pantsättning.¹⁷⁶ Sakrättsligt skydd för lös egendom uppkommer vanligtvis genom tradition av panten, eller genom denuntiation för det fall panten skulle befinna sig hos tredjeman. I vissa fall uppkommer även sakrättsligt skydd genom *registrering*.¹⁷⁷ När det gäller den hypotekariska panträtten, som förutsätter inskrivning, uppkommer det sakrättsliga skyddet genom tradition av pantbrevet eller genom denuntiation.¹⁷⁸

Det kan uppkomma en del olika problem gällande specialitetskrav vid panträtt. Dessa kan delas in i tre grupper:

Det första gäller den/de fordringar som panten utgör säkerhet för. Utgångspunkten är att panthavaren endast skall kunna realisera panten för den eller de skulder panten avser. Det är emellertid inte ovanligt med s.k. *generell pantsättning*. Genom generell pantsättning kan panten utgöra säkerhet inte bara för en viss skuld, utan även för gäldenärens samtliga och

¹⁷⁰ Walin, Gösta, *Panträtt*, s. 23 f f.; Myrdal, Staffan, *Återpantsättning*, s. 37 f f.

¹⁷¹ Walin, Gösta, a.a. s. 24.

¹⁷² Walin, Gösta, a.a. s. 18.

¹⁷³ Walin, Gösta, a.a. s. 19.

¹⁷⁴ Hypotekarisk panträtt kan även upplåtas i skepp, skeppsbygge, luftfartyg samt reservdelar. Se vidare Walin, Gösta, a.a. s. 22; Myrdal, Staffan, a.a. s. 39.

¹⁷⁵ Ibid.

¹⁷⁶ Walin, Gösta, a.a. s. 22 f.; Håstad, Torgny, a.a. s. 285.

¹⁷⁷ Myrdal, Staffan, a.a. s. 39.

¹⁷⁸ Walin, Gösta, a.a. s. 22.

framtida skulder till borgenären.¹⁷⁹ Det andra problemet gäller *pantens precisering i förhållande till pantsättarens förmögenhet*. En gäldenär kan inte pantsätta all sin egendom generellt¹⁸⁰ utan måste sak för sak iakttä tradition- och denuntiationsreglerna, som gör att panten blir individuellt bestämd.¹⁸¹ Det tredje specialitetsproblemet avser *pantens precisering i relation till panthavarens förmögenhet*. För att panträtt skall anses föreligga krävs att pantsättaren skall ha separationsrätt i panten. Gäldenären skall alltså ha kvar äganderätten till panten, vilket gör att panthavaren inte fritt får förfoga över densamma.¹⁸² Så länge det är fråga om individuellt bestämt gods uppstår i normalfallet inga problem för pantsättaren, utan denna har för det fall panthavaren skulle komma på obestånd, separationsrätt i panten.¹⁸³ Är det däremot fråga om generiskt bestämd egendom såsom t.ex. aktier eller pengar, krävs för att separationsrätt skall föreligga att egendomen hålls avskild för pantsättarens räkning.¹⁸⁴

Skulle panthavaren ha full rätt att fritt förfoga över panten föreligger överhuvudtaget ingen panträtt, utan det är då fråga om s.k. *pignus irregulare*. *Pignus irregulare* liknar återpantsättning på det sätt att panthavaren i båda fallen har rätt att förfoga över säkerheten.¹⁸⁵ Den som lämnar säkerheten ger borgenären rätt att förfoga över panten men med en skyldighet att, för det fall gäldenären betalar, återlämna egendomen.¹⁸⁶ Skulle däremot något förfogande inte ha skett har det ansetts att separationsrätt skall föreligga.¹⁸⁷

7.2 Andrahandspant och återpantsättning

Panträttens främsta syfte kan sägas vara att underlätta kreditgivning och på så sätt stimulera omsättningsintresset. Därför finns även tredjemanspant¹⁸⁸, andrahandspant och återpantsättning. Vid andrahandspantsättning (sekundärpantsättning) belånas ett pantbrev som finns hos A i andra hand hos B.¹⁸⁹ Det finns således tre aktörer: pantsättaren, som är egendomens ägare, panthavaren som innehar panten (A) samt andrahandspanthavaren (B).¹⁹⁰ Ett exempel på en andrahandspantsättning är när en gäldenär

¹⁷⁹ Walin, Gösta, a.a. s. 322.

¹⁸⁰ Vid företagsinteckning däremot, beviljas inteckning i all näringsidkarens egendom. Företagsinteckning betraktas dock inte som en panträtt. Se Walin, Gösta, a.a. s. 36.

¹⁸¹ Håstad, Torgny, a.a. s. 333.

¹⁸² Walin, Gösta, a.a. s. 116.

¹⁸³ Myrdal, Staffan, a.a. s. 41 f.

¹⁸⁴ Håstad, Torgny, a.a. s. 348; Myrdal, Staffan, a.a. s. 42.

¹⁸⁵ Myrdal, Staffan, a.a. s. 51.

¹⁸⁶ Håstad, Torgny, a.a. s. 348.

¹⁸⁷ Myrdal, Staffan, a.a. s. 43.

¹⁸⁸ Se Walin, Gösta, *Borgen och tredjemanspant*, s. 117 f f.

¹⁸⁹ Walin, Gösta, *Panträtt*, s. 42.

¹⁹⁰ Jensen, Ulf, a.a. s. 124.

pantsätter ett överhypotek i andra hand.¹⁹¹ Alla objekt som kan bli föremål för pantsättning kan även användas till andrahandspantsättning.¹⁹²

När det gäller återpantsättning är det istället *panthavaren* som återpantsätter panten som säkerhet för egen skuld.¹⁹³ Denna pantsättning får inte ske till ett högre belopp eller på andra mer betungande villkor än den ursprungliga pantförskrivningen, om inte annat skulle vara föreskrivet.¹⁹⁴ Återpantsättningsreglerna finns i 10 kap. 6 § Handelsbalken (HB) och avseende finansiella instrument i 3 kap. 3 § lag (1991:980) om handel med finansiella instrument (LHFI). Termen återpantsättning har sedan 1920-talet använts som betydelse för både pantsättning av pant, samt pantsättning av panträtt. I svensk rätt framgår inte klart ur varken lagtext eller förarbeten, vilka rättsverkningar som följer av de båda återpantsättningstyperna. Däremot tycks enighet råda om att rättsverkningarna är olika. En återpantsättning kan tänkas ske, antingen i samband med eller utan pantsättning av den fordran som återpantsättaren har på pantsättaren.¹⁹⁵

7.3 Panträtt och säkerställda obligationer

När det gäller säkerställda obligationer har i ett första led institutet givit krediter mot panträtt i fast egendom. När obligationerna emitteras förenas de med förmånsrätt i dessa krediter. Förmånsrätten finns i 3 a § FRL och är bättre än den som gäller för vanlig panträtt i 4 § FRL, vilket medför att den inte kan ses som en vanlig panträtt.

Förmånsrätten i 3 a § FRL skiljer sig på flera olika sätt från en vanlig panträtt. När det gäller en vanlig panträtt har panthavaren rätt att realisera panten för det fall att pantsättaren skulle befinna sig på obestånd. Så långt överensstämmer 3 a § FRL med panträttsliga regler. En obeståndssituation är dock inte det enda som kan berättiga panthavaren att tillgodogöra sig panten. Om panten avser lös egendom finns regler om försäljning av panten i 10 kap. 2 § HB, där en realisation tillåts om förfallodagen har passerats och skulden ännu inte är betalad.¹⁹⁶ När det gäller panträtt i fast egendom kan panthavare ansöka om betalningsföreläggande hos kronofogdemyndigheten enligt 2 § 2 st. lag (1990:746) om betalningsföreläggande och handräckning (LBH).¹⁹⁷ Vad avser förmånsrätten i 3 a § FRL framgår inte annat än att innehavarna endast har rätt att ta fastighetspanten i anspråk i det ovanliga fall då emittenten befinner sig på obestånd och inte heller säkerhetsmassan räcker till betalning.¹⁹⁸

¹⁹¹ Millqvist, Göran, *Sakrättens grunder*, s. 158.

¹⁹² Walin, Gösta, a.a. s. 42.

¹⁹³ Se 10 kap. 6 § HB.

¹⁹⁴ Millqvist, Göran, a.a. s. 147.

¹⁹⁵ Myrdal, Staffan, a.a. s. 19 f f.

¹⁹⁶ Walin, Gösta, a.a. s. 327 f f.

¹⁹⁷ Jensen, Ulf, a.a. s. 196.

¹⁹⁸ Jmf. Myrdal, Staffan, a.a. s. 53.

Att krediterna registreras hindrar inte att de pantsätts av institutet. Innehavarna är som ovan nämnts skyddade genom förmånsrätten i 3 a § FRL som går före vanlig panträtt. Annorlunda blir läget för panthavarna, vars panträtt, oavsett om den upplåtits före eller efter registreringen av obligationerna, får ge vika till förmån för obligationsinnehavarna. Ytterligare ett problem är att förmånsrätten i säkerhetsmassan endast gäller *kredit*. Angående den underliggande säkerheten, dvs. fastighetspanten, stadgas i 4 kap. 4 § LSO att förmånsrätt skall *utgå i de medel som flyter in från försäljningen från denna*. Antag att institutet skulle ha både pantsatt krediten och återpantsatt fastigheten. Då uppkommer en konflikt för det fall att både emittentinstitutet och kredittagaren befinner sig på obestånd. I detta fall skulle antagligen återpanthavaren ha rätt till betalning ur panten före obligationsinnehavaren.

En lösning vore att i LSO ta in en bestämmelse om förbud att upplåta panträtt i såväl de krediter som ingår i säkerhetsmassan som de underliggande säkerheterna. En annan lösning skulle kunna vara att det klart framgår ur lagen att förmånsrätt enligt 3 a § FRL även omfattar panträtt i fastigheterna.¹⁹⁹

Sett i sitt sammanhang torde dock lagstiftarens avsikt vara att de underliggande säkerheterna skall ingå i säkerhetsmassan, även om bestämmelsen är olyckligt utformad. Vidare är det bl.a. ur ratingsynpunkt osannolikt att ett emittentinstitut skulle återpantsätta de underliggande säkerheterna.

Förmånsrätten i 3 a § FRL är alltså en legal säkerhetsrätt som ger bättre rätt än handpanthavare. Det finns likheter med återpantsättning, men med hänsyn till ovanstående resonemang är det ändå inte fråga om det.

¹⁹⁹ Myrdal, Staffan, a.a. s. 52.

8 Sak- och obetåndsriåtsliga problem

8.1 Allmåt om förmånsriått i konkurs

Borgenårens krav i en konkurs kan rankas från en sakriåtslig utgångspunkt med hänsyn till vilket borgenårsåkydd som är gällande i det aktuella fallet. Först kommer de borgenårer som har *separationsriått* i konkursen och dårför har riått att undanta viss egendom från denna innan de andra borgenårens krav beaktas. Nåtsta grupp borgenårer är de som har kvittningsriått i konkursen. Kvittningar är enligt 5 kap. 5 § KonkL tillåtna av ömsesidiga fordringsförhållanden mellan fordringsågaren och gåldenåren som förelåg då gåldenåren försattes i konkurs.²⁰⁰ Efterföljande fordringar är fordringar förenade med allmån eller sårskild förmånsriått, följt av oprioriterade fordringar samt till sist efterstålda fordringar. Till skillnad från ovanstående fordringstyper rör det sig här uteslutande om penningfordringar på gåldenåren eller konkursboet. Dessa rangordnas sedan enligt reglerna i FRL.²⁰¹

Den svenska konkurslagstiftningen bygger på en grundläggande princip vid konkurs som innebär att alla borgenårer har lika riått, vilket betyder att de skall få betalt i förhållande till sina fordringar.²⁰² Undantag från denna likabehandlingsprincip får göras endast om det föreligger vissa sårskilt beaktansvärda syften.²⁰³ Bland konkursfordringarna skiljs mellan förmånsberåttigade fordringar (prioriterade) och fordringar utan förmånsriått (oprioriterade fordringar). Förmånsriått innebär att borgenåren skall erhålla full betalning ur sårkerhetens (t.ex. pantråttens) värde.

Reglerna om förmånsriått återfinns i FRL dår den inbördes ordningen mellan förmånsriåttarna i huvudregel bestäms efter paragrafernas följd.²⁰⁴ Lagen skiljer mellan allmån och sårskild förmånsriått, den förstnåmda gäller endast vid konkurs och avser all egendom som ingår i konkursboet, och den sistnåmda vid utmåtning och konkurs och avser viss egendom.²⁰⁵ Huvudregeln är att sårskild förmånsriått gäller före allmån. För det fall att en borgenår, som har en fordran förenad med sårskild förmånsriått, inte skulle få betalt för denna ur den sårskilda förmånsriått kan denne bevaka och få resterande del som oprioriterad borgenår ur gåldenårens övriga egendom enligt 18 § 2 st. FRL.²⁰⁶ Skulle det bli något kvar att dela ut efter att

²⁰⁰ Se vidare Welamsson, Lars och Mellqvist, Mikael, *Konkurs*, s. 172 f f.

²⁰¹ Millqvist, Göran, a.a. s. 44 f f.

²⁰² Håstad, Torgny, a.a. s. 124.

²⁰³ Ds 2001:38, s. 125.

²⁰⁴ Welamsson, Lars, a.a. s. 52.

²⁰⁵ Welamsson, Lars, a.a. s. 138.

²⁰⁶ Håstad, Torgny, a.a. s. 127.

fordringsägarna med förmånsrätt fått sitt, vilket det sällan blir, skall detta tillfalla de oprioriterade borgenärerna enligt 18 § 1 st. FRL.

8.2 Förmånsrättens omfattning

De skydd som finns för obligationsinnehavarna vid emittentens obestånd kan delas upp i tre nivåer: Det första skyddet är institutets betalningsförmåga som gäller vid vanlig obligationsutgivning, dvs. institutets tillgångar i huvudsak bestående av lämnade krediter till fastighetsägare.²⁰⁷ Nästa skydd är värdet på institutets fordringar, om de skulle säljas i konkursen och beror av gäldenärernas betalningsförmåga, samt den lämnade säkerhetens värde. En möjlighet är även frivillig betalning från gäldenären. Det sista skyddet utgörs av säkerhetens exekutiva värde för det fall fordringen måste drivas in under emittentens konkurs.²⁰⁸

Om ett emittentinstitut, mot förmodan, skulle hamna på obestånd är utgångspunkten att obligationsinnehavarna och emittentinstitutets motparter i derivatavtal, enligt 3 a § FRL och 4 kap. 1 § LSO, har särskild förmånsrätt i den *registrerade* säkerhetsmassan. Detta betyder att obligationsinnehavarnas förmånsrätt är *legal* och inte konventionell. Enligt 4 kap. 1 § LSO gäller förmånsrätten i de tillgångar som enligt 3 kap. 10 § LSO registrerats som säkerhetsmassa. Viktigt att komma ihåg när det gäller hypotekskrediterna är att de för att ingå i säkerhetsmassan *måste* vara förenade med panträtt i fast egendom, enligt 3 kap. 1 § 1 st. 1 p. LSO. Dessutom gäller förmånsrätt i de medel som vid tidpunkten för konkursbeslutet finns hos emittentinstitutet och härrör från säkerhetsmassan eller derivatavtal samt i de medel som efter beslut om konkurs antecknas i registret enligt 4 kap. 4 § LSO.²⁰⁹ Det framgår dock inte klart ur LSO att förmånsrätten i 3 a § FRL även omfattar panträtt i fast egendom. För att hypotekskrediterna skall få ingå i säkerhetsmassan *måste* de dock vara förenade med panträtt i fast egendom, vilket skulle kunna tolkas som att förmånsrätten i 3 a § FRL gäller även de underliggande säkerheterna till krediterna.

I 3 kap. 3 § LSO stadgas att ”när en hypotekskredit lämnas får krediten ingå i säkerhetsmassan till den del krediten i förhållande till säkerheten” ligger inom en viss del av marknadsvärdet för fastigheten. Belåningsgraden skall alltså bestämmas individuellt för varje kredit vilket gör att säkerhetsmassan blir summan av alla dessa individuella kreditgränser och hindrar att hela fordringen mot en gäldenär kan inkluderas i säkerhetsmassan. Detta gör att ett underskott hos en kredit inte kan kompenseras av ett överskott hos en annan kredit.²¹⁰

²⁰⁷ Jensen, Ulf, a.a. s. 36.

²⁰⁸ Jensen, Ulf, Intervju, 31 januari 2006, Lund; pm om förmånsrätt för innehavare av säkerställda obligationer.

²⁰⁹ Jmf. 4 kap. 1 § 2 st. 1 och 2 p. LSO.

²¹⁰ Jensen, Ulf, Intervju, 31 januari 2006, Lund; Jensen, Ulf, pm om förmånsrätt för innehavare av säkerställda obligationer.

Exempel: Det finns 100 krediter i säkerhetsmassan. I 80 fall är tillgångarna (fastigheterna) värda 100 procent av det registrerade marknadsvärdet, men i de 20 övriga fallen bara 50 procent. Oavsett om det lägre värdet (50 procent) har registrerats före eller efter konkursen kommer säkerhetsmassan att utgöras av:

$$\frac{80 \cdot 75\% + 20 \cdot 50\%}{100} = 70\% \text{ av tillgångarnas ursprungliga värde.}$$

Detta förutsätter naturligtvis att en ny beloppsmatchning inte hunnit göras innan institutets konkurs. Hade en beloppsmatchning gjorts hade förhoppningsvis nya krediter hunnits ta in i säkerhetsmassan och därigenom kompenserat för differensen på 5 procent.²¹¹

I en konkurs gäller som ovan nämnts förmånsrätten i institutets *registrerade* säkerhetsmassa (4 kap. 1 § 1 st. LSO). Om den situation på fastighetsmarknaden med sjunkande marknadsvärden som Sverige drabbades av i början av 1990-talet skulle återupprepas, kan registerföringen få besynnerliga konsekvenser. Pondera att fastighetspriserna skulle sjunka snabbt och drastiskt. Om institutet då inte skulle hinna med att registrera de nya marknadsvärdena, skulle detta kunna komma att vara till fördel för innehavarna av säkerställda obligationer. Det värde som deras förmånsrätt gäller i skulle då bli högre än om de nya lägre marknadsvärdena hunnit registreras. Anledningen till detta är att förmånsrätten främst gäller *krediterna* och att institutet i första hand kommer att försöka sälja dem vidare, eller kräva att gäldenären löser in dem. Då gynnas innehavarna av ett högre registrerat marknadsvärde. Skulle däremot även gäldenären vara på obestånd måste säkerheten säljas exekutivt och i det fallet hade inte innehavarna av de säkerställda obligationerna tjänat på att omregistrering uteblivit. Fastigheten kan aldrig inbringa mer än sitt verkliga värde. Att priset faller under tiden mellan registrering och institutets konkurs har alltså ingen betydelse för förmånsrättens omfattning, annat än att obligationsinnehavarna får en mindre utdelning om vissa fordringar inte ens ger 75 procent av det senast registrerade marknadsvärdet. Detta förutsätter återigen att en ny matchning ej hunnit ske. (Om en ny matchning hade skett, skulle nya krediter tillkommit och kompenserat för bristen.)²¹²

Förmånsrätten gäller dessutom i de medel som vid tidpunkten för konkursbeslutet finns hos emittentinstitutet och härrör från säkerhetsmassan eller derivatavtal.²¹³ Dessa medel torde till största delen utgöras av räntor och amorteringar som gjorts på krediterna. Förutsättningen för att förmånsrätt skall kunna ges i dessa medel, är att de enligt 3 kap. 9 § 3 och 4 st. LSO, hålls *avskilda* från institutets övriga medel på ett särskilt konto. Skulle de

²¹¹ Exemplet bygger på Ulf Jensens pm om förmånsrätt för innehavare av säkerställda obligationer.

²¹² Jensen, Ulf, Intervju, 31 januari 2006, Lund; Jensen, Ulf, pm om förmånsrätt för innehavare av säkerställda obligationer.

²¹³ Jmf. 4 kap. 1 § LSO; Jensen, Ulf, *Panträtt i fast egendom*, s. 37.

inte ha separerats i tid kan av lagtexten inte utläsas annat än att de kommer att inkluderas i boets konkurs och därmed komma övriga borgenärer till godo. I lagtexten framgår endast att dessa medel skall hållas på ett särskilt konto, någon närmare specificering ges inte.²¹⁴

I den registrerade massan ingår som tidigare nämnts även de s.k. fyllnads-säkerheterna, som ofta utgörs av institutets kontanta medel. Medel som flyter in i boet enligt gällande avtalsvillkor för tillgångar i säkerhetsmassan och för derivatavtal sedan beslut om konkurs har tagits, skall antecknas i registret, och blir därmed inkluderade i den massa som obligationsinnehavarna har förmånsrätt i.²¹⁵

De medel som uppfyller ovanstående villkor skall vid konkursutbrottet hållas samman och åtskilda från konkursboets övriga skulder och tillgångar.²¹⁶ Så länge det handlar om krediter som inte överskrider belåningsgraderna i 3 kap. 3 § LSO torde det inte vara något problem att hålla dessa avskilda och samman från institutets övriga konkurs. Men om krediterna överstiger belåningsgraderna blir det svårare. Hur de då skall kunna hållas avskilda från konkursboets säger inte lagtexten något om.

Det är alltså sammanfattningsvis viktigt för att förmånsrätten skall gälla att de medel som flutit in *före* konkursutbrottet har hållits avskilda samt att de som flyter in *efter* konkursutbrottet registreras. Det stadgas emellertid att en tillfällig, mindre avvikelse från villkoren kan accepteras.²¹⁷ Om vad som skulle kunna utgöra en sådan avvikelse ges inte närmare information. I propositionen uttalas dock att säkerhetsmassan bör bestå så länge betalningsflödena från säkerhetsmassan och derivatmotparterna i *huvudsak* är i balans med de kontraktssenliga betalningarna till obligationsinnehavarna. Tillfälliga likviditetsproblem och tillfälliga mindre avvikelser från lagen skall inte kunna utgöra hinder för en avveckling. För det fall att konkursförvaltaren konstaterar att det *långsiktigt* är omöjligt att betala planenligt till obligationsinnehavare och derivatmotparter, skall säkerhetsmassan inte anses uppfylla villkoren i lagen, och därmed avvecklas.²¹⁸ Innehavarna av de säkerställda obligationerna och motparter i derivatavtal kommer då att få utdelning med bästa rätt i säkerhetsmassan och det övervärde som eventuellt har skapats där. Men då deras fordringar kommer att dras in i den övriga konkursen är risken stor att kontraktssenliga betalningar inte kommer att kunna ske. En konkurs är en ganska omfattande procedur där gäldenärens tillgångar först skall omvandlas till pengar och efter att rätten fastställt ett utdelningsförslag delas ut till borgenärerna. Visserligen finns det regler om förskottsbetalning till en borgenär i 11 kap. 14 och 15 §§ KonkL, men detta är en undanstagsreglering och förvaltaren kan kräva att borgenären ställer säkerhet för att pengarna skall betalas tillbaka till boet om det skulle visa sig att borgenären inte har rätt att behålla utbetalningen.

²¹⁴ Covered Bonds, Advokatfirman Vinge KB, 21 februari 2005, Stockholm s. 5.

²¹⁵ Jmf. 4 kap. 4 § och 1 § 2 st. 2 p. LSO.

²¹⁶ Jmf. 4 kap. 2 § LSO.

²¹⁷ Jmf. 4 kap. 2 § 2 st. LSO.

²¹⁸ Prop. 2002/03:107, s. 88.

8.2.1 Det särskilda kontot

Enligt 3 kap. 9 § 4 st. LSO skall emittentinstitutet hålla de medel som avser betalningsflödena i verksamheten avskilda från institutets övriga medel på ett *särskilt konto*. Det är alltså fråga om två krav, dels skall medlen hållas på ett särskilt konto, dels skall de hållas avskilda från institutets övriga medel. Det materiella kravet är att medlen skall hållas avskilda, dvs. en separation från institutets övriga medel, medan det formella kravet slår fast hur denna separation skall uppfyllas, nämligen genom upprättandet av det särskilda kontot.²¹⁹ Kravet på ett särskilt konto kom in på ett sent stadium i lagstiftningsprocessen. Det finns inte med någonstans i förarbetena utan tillkom efter ett förslag av lagrådet som, för att förmånsrätten skall fungera, krävde att tillgångarna skall kunna *identifieras* och *särskiljas* från övriga medel hos institutet.²²⁰ Konstruktionen uppvisar likheter med regleringen i 7 kap. 11 a § försäkringsrörelselagen (1982:713) beträffande i vilken egendomsmassa den särskilda förmånsrätten enligt 4 a § FRL skall gälla. Enligt 4 a § FRL följer särskild förmånsrätt, med försäkringstagares och andra ersättningsberättigades fordran på grund av försäkringsavtal hos försäkringsgivare, i den omfattning och den egendom som anges i 7 kap. 11 a § försäkringsrörelselagen. Även här gäller att ett register skall upprättas som vid varje tidpunkt skall visa de tillgångar som försäkringsföretaget använder för skuld täckning. Vad gäller avgränsningen av säkerhetsmassan finns ett krav på visst avskiljande, men det anges inte att de medel som registrerats hålls avskilda på något särskilt konto.

Lagrådet jämförde även med vad som stadgas i lagen (1944:181) om redovisningsmedel, vad gäller redovisningsborgenärens separationsrätt hos gäldenären för medel som denne har inestående på bank eller på annat sätt håller avskilt. I denna lag finns krav på avskiljande av medlen, men inte någon rådighetsbegränsning för gäldenären, vilket sammanfaller med regleringen i LSO. Vanligtvis krävs för borgenärsskydd att gäldenären inte har rådighet över egendomen, men här räcker det följaktligen med ett avskiljande.²²¹ Enligt LSO har pantsättaren full rådighet över den pantsatta egendomen, vilket innebär att det har skapats en hypotekarisk panträtt.²²² I lagen om redovisningsmedel anges de sätt på vilket ett avskiljande kan ske. Det viktigaste sättet är att medlen sätts in på en särskild bankräkning, men avskiljandet kan även ske på andra sätt, som t.ex. genom förvaring i särskild kassa eller i kuvert hos tredjeman.²²³ Det enda sättet för avskiljande enligt LSO är dock genom insättning på ett särskilt konto.²²⁴ Avskiljandet kan

²¹⁹ Mellqvist, Mikael, 31 juli 2004, s. 2.

²²⁰ Prop. 2002/03:107, s. 119; Mellqvist, Mikael, 31 juli 2004, s. 6.

²²¹ Mellqvist, Mikael, 31 juli 2004, s. 10 f f.

²²² Se kap. 7.1.

²²³ Håstad, Torgny, a.a. s. 171.

²²⁴ Mellqvist, Mikael, 31 juli 2004, s. 11.

även i redovisningslagen ske genom insättning på eget konto, däremot finns inget krav på att kontot skall åsättas någon särskild beteckning.²²⁵

Sammanfattningsvis finns ett krav på *avskiljande* av medlen från emittentinstitutets egna medel medan det däremot inte krävs att institutet förlorar rådigheten över medlen. Det ytterligare kravet, som är specifikt för LSO, är att medlen skall hållas på ett *särskilt konto*. Det räcker alltså inte att medlen är avskilda på annat sätt, som tillåts i lagen om redovisningsmedel. Om det är institutet självt eller någon annan bank som skall vara kontoförare uttalas det inget om, det torde dock inte spela någon roll eftersom medlen kommer att vara lika lättillgängliga för institutet i båda fallen.²²⁶

8.2.2 Hanteringen av matchningsreglerna

Enligt 4 kap. 1 § 1 p. LSO skall även förmånsrätt utgå i de medel som vid tidpunkten för konkursbeslutet eller utmätningen finns hos emittentinstitutet och som härrör från säkerhetsmassan eller derivatavtal.

Säkerhetsmassan skall klara av tre tester, dels matchningsregeln i 3 kap. 8 § LSO enligt vilken institutet måste ha täckning för både det nominella värdet och upplupna räntor hos obligationerna²²⁷, medan det på tillgångssidan bara får inräkna det nominella värdet av krediterna, och alltså inte ta hänsyn till upplupna räntor. Detta ger upphov till att institutet kommer att ha ett visst överskott (overcollateralization) i säkerhetsmassan. Om detta varit lagstiftarens egentliga avsikt med bestämmelsen är knappast troligt, men med tanke på ratingen av obligationerna torde det vara positivt.

Det andra testet finns i 3 kap 9 § 2 st. LSO där en nuvärdesmatchning av säkerhetsmassan och kreditstocken skall göras. Här tas alltså hänsyn även till upplupna räntor på tillgångssidan. Det tredje testet finns i 3 st. och kräver även att en likviditetsplanering görs av institutet. Även om balansen upprätthålls så som är stadgat genom nuvärdes beräkningarna kan problem med likviditeten uppstå. Obligationsinnehavarna får ränta utbetalad en gång per år medan låntagarna betalar fyra gånger per år. Vidare har obligationerna oftast kortare löptider än krediterna vilket kan bli påfrestande för institutet om stora obligationslån förfaller till betalning.

8.2.3 Andra förmånsrätter

Reallaster, t.ex. fordringar som uppkommit på grund av fastighetsbildningen, har högre prioritet än förmånsrätt i pantsatt fast egendom eller i tomträtt. Även fordringar som bostadsrättsföreningar har på bostadsrättsinnehavare går före fordringar som lämnats mot pant i bostadsrätt. Någon större inverkan torde emellertid detta inte ha på

²²⁵ Ibid.; Prop. 1944:81, s. 32 f.

²²⁶ Mellqvist, Mikael, 31 juli 2004, s. 13.

²²⁷ Se kap. 5.2.5.

obligationsinnehavarnas förmånsrätt, då ett institut på obestånd sällan kommer att ta säkerheten i anspråk. Skulle krediten inte ha förfallit till betalning, vilket med största sannolikhet kan antas vara fallet, kommer konkursförvaltaren att sälja denna vidare, vilket borde vara möjligt om kredittagaren skött sina betalningar. Det fall då en obligationsinnehavare skulle kunna påverkas negativt är när även kredittagaren går i konkurs. Då kommer borgenärer med stöd av någon av de ovan nämnda förmånsrätterna att få betalt innan konkursboet och därmed obligationsinnehavaren. Risken för att detta skall inträffa kan dock inte heller sägas vara särskilt stor då förmånsrätter av ovan nämnt slag sällan förekommer mot bolåne-konsumenter. Om dessa regler ändå skulle komma att aktualiseras, finns i institutet en extra buffert tack vare bl.a. belåningsgrader, värderingsprinciper och matchning.²²⁸

8.3 Brister i 3 a § Förmånsrättslagen

Vad gäller förmånsrätten enligt 3 a § FRL stadgas att denna följer med fordran mot ett emittentinstitut, som innehavare av skuldförbindelser *utgivna* enligt LSO har till följd av innehavet. En förutsättning för att ett institut skall få tillstånd, så som föreskrivs i 2 kap 1 § LSO, är bl.a. att tidigare utgivna obligationer som är utgivna för att finansiera sådana typer av krediter, som ingår i säkerhetsmassan, skall konverteras till säkerställda obligationer. Det framgår inte klart i lagen att förmånsrätten i 3 a § FRL skall gälla även dessa. Det får dock förmodas att det varit lagstiftarens avsikt att även dessa skall omfattas, då det motsatta fallet skulle få besynnerliga konsekvenser.

En annan brist i FRL är att någon följdändring inte gjorts i 11 §. Allmän förmånsrätt med företagsinteckning gäller i 55 procent av värdet på den egendom som återstår sedan borgenärer med förmånsrätt enligt 4, 4 a, 6-8, 10 och 10 a § § FRL, har fått betalt. Av någon anledning finns inte 3 a § FRL med i uppräknningen.

8.4 Konkursförvaltarens möjligheter att driva verksamheten vidare efter konkurs

För det fall konkursförvaltaren märker att säkerhetsmassan inte kommer att förslå till betalning skall han eller hon avveckla densamma. Fråga uppkommer då om konkursförvaltaren får fortsätta att ge ut obligationer för att kunna betala enligt plan till de nuvarande obligationsinnehavarna. Detta är den fråga som gjort att ratinginstituten avvaktat med att ge besked om vilken rating säkerställda obligationer kommer att få. Det framgår varken ur

²²⁸ Prop. 2002/03:107, s. 85.

lagen eller förarbetena att detta skulle vara möjligt, vilket kan tänkas få negativa konsekvenser ur ratingsynpunkt. Advokatfirman Vinge gav i februari förra året på uppdrag av ratinginstitutet en legal åsikt angående frågan om vad som enligt lagen gäller efter en konkurs hos emittentinstitutet. Den viktigaste frågan Vinge skulle ta ställning till var just om det fanns möjligheter för konkursförvaltaren att emittera säkerställda obligationer eller på något annat sätt finansiera verksamheten efter att emittentinstitutet har gått i konkurs.²²⁹

För att kunna besvara frågan om konkursförvaltaren kan fortsätta att ge ut obligationer efter en konkurs måste en utgångspunkt tas i konkurslagstiftningen. Enligt 7 kap. 8 § 1 st. KonkL skall konkursförvaltaren ta till vara borgenärernas gemensamma rätt samt verka för en förmånlig och *snabb* avveckling av boet. Detta verkar inte vara i linje med vad som stadgas i LSO, där meningen är att alla innehavare av säkerställda obligationer skall få betalt *enligt plan* och inte behöva stå ut med förskottsbetalningar eller fördröjningar.²³⁰ Så länge säkerhetsmassan kan ses som en enhet får inte konkursförvaltaren påskynda likvideringen av tillgångarna. För det fall att säkerhetsmassan inte längre kan leva upp till matchningskraven, som anges i lagen, skall konkursförvaltaren sluta att behandla den som en enhet och likvidera massan. Innehavarna av säkerställda obligationer (samt derivatmotparter) kommer då att få betalt med förmånsrätt i de medel som finns i säkerhetsmassan enligt 3 a § FRL. Men eftersom massan då inte längre behandlas som en enhet, kommer betalningarna till innehavarna inte att kunna ske så som det var tänkt genom matchningsreglerna. Detta innebär att vissa innehavare kan komma att få betalt i förskott, och vissa i efterhand, enligt vanliga konkursrättsliga regler. Den fördel som ett innehav av säkerställda obligationer skall ge försvinner då genom att innehavarna behandlas på samma sätt som övriga borgenärer, med både förskottsbetalningar och förseningar.²³¹ Det enda som då skiljer innehavarnas situation gentemot de andra borgenärernas är deras förmånsrätt i säkerhetsmassan.²³²

Är det däremot så att konkursförvaltaren anser att tillgångarna i säkerhetsmassan vid tiden för konkursbeslutet uppfyller de villkor som ställs i LSO så skall han eller hon hålla dessa samman och separerade från den övriga konkursen (4 kap. 2 § LSO). De förskottsbetalningar och förseningar som normalt drabbar borgenärer i en konkurs berör därmed inte innehavarna. Problemet med att säkerhetsmassan skall hållas separerad (vilket skall göra att innehavarna skall få betalt enligt plan) är att det inte är säkert att matchningsreglerna kommer att kunna hållas när emittenten ställer in betalningarna. Eftersom obligationerna har kortare löptider än bostadskrediterna uppkommer en "likviditetsmissmatchning". För att matchningskraven skall upprätthållas måste emittenten kunna ta upp nya lån. Vad som gäller enligt svenska konkursregler måste därför undersökas för att ta reda

²²⁹ Covered Bonds, Advokatfirman Vinge KB, 21 februari 2005, Stockholm, s. 7 f.

²³⁰ Prop. 2002/03:107, s. 87.

²³¹ Covered Bonds, Advokatfirman Vinge KB, 21 februari 2005, Stockholm, s. 7.

²³² Sylvén, Jonny, Kreditkommentar, 7 mars 2005.

på i vilken mån en konkursförvaltare får driva konkursboets verksamhet vidare.

Till att börja med, måste det undersökas om det enligt konkurslagen överhuvudtaget är tillåtet att inte omedelbart realisera boets egendom. Huvudregeln är, som ovan nämnts, att boets egendom skall säljas så snart det lämpligen kan ske.²³³ Det finns dock ett antal undantag till regeln, bl.a. är det tillåtet att vänta med att realisera boets tillgångar för att en ändamålsenlig avveckling av boet skall kunna göras. Framförallt gäller detta fordringar som förvaltaren i först hand skall driva in eller när gäldenären drivit en rörelse. För att boet skall kunna säljas som en enhet, är det då bättre att rörelsen drivs vidare.²³⁴ Det verkar alltså finnas utrymme för konkursförvaltaren att inte omedelbart tvingas sälja tillgångarna.

Detta räcker emellertid inte för att undvika att s.k. ”missmatchning” av förfallotiderna inträffar. För att undvika denna måste förvaltaren ha möjlighet att ta upp nya lån, snabbt sälja krediterna eller kunna använda sig av det överskott som eventuellt finns i säkerhetsmassan, för täcka upp för bristen. Frågan som ställs här är huruvida det är möjligt för konkursförvaltaren att ta upp nya låneförbindelser. Det finns varken i LSO eller i dess förarbeten några bestämmelser som gör det möjligt för konkursförvaltaren att ta upp nya lån för att kunna betala obligationsinnehavarna enligt plan. Att konkursförvaltaren tvingas avveckla säkerhetsmassan, om det långsiktigt inte är möjligt att fullgöra de avtalsenliga förpliktelseerna, stöder också slutsatsen att det inte skulle vara möjligt att ta upp nya lån i rörelsen.²³⁵ Inte heller i KonkL har några ändringar som skulle kunna göra detta möjligt gjorts.²³⁶

I PfandBG, den tyska lagen på området, har situationen i en konkurs lösts på det sättet att säkerhetsmassan skall separeras från det övriga konkursboet och inte alls påverkas av konkursen.²³⁷ Den svenska LSO kan dock inte tolkas på något annat sätt än att säkerhetsmassan kommer att finnas kvar på konkursboets balansräkning. Det enda sättet för borgenärerna att undanta egendom från konkursen är, enligt svensk rätt genom *separationsrätt*, enligt vilken borgenären har äganderätt till egendomen. Egendom som inte tillhör gäldenären skall inte omfattas av konkursen enligt 3 kap. 3 § KonkL. Ett villkor för att separationsrätt skall föreligga är att egendomen är specifik, identifierbar och att den finns i behåll hos besittaren då kravet görs gällande.²³⁸ Förmånsrätten till följd av innehav av säkerställda obligationer torde dock inte innebära någon separationsrätt. Dels antyds detta inte på något sätt i förarbetena till LSO. Att säkerhetsmassan skall hållas samman

²³³ Jmf. 8 kap. 1 § KonkL.

²³⁴ Welamsson, Lars och Mellqvist, Mikael, a.a. s. 144.

²³⁵ Prop. 2002/03:107, s. 88.

²³⁶ Covered Bonds, Advokatfirman Vinge KB, 21 februari 2005, Stockholm, s. 7.

²³⁷ Se kap. 9.2.

²³⁸ Millqvist, Göran, a.a. s. 79.

och åtskild från bolagets konkurs *endast* om villkoren enligt LSO är uppfyllda, överensstämmer inte heller med reglerna för separationsrätt.²³⁹

Det enda sättet för ett emittentinstitut att garantera innehavarna betalning enligt plan torde alltså vara genom att endera inneha ett visst överskott i säkerhetsmassan som säkerhetsmarginal eller att snabbt kunna sälja kreditstocken.

8.5 Överskott i säkerhetsmassan

Det kan antas att säkerhetsmassan i de flesta fall har bestämts så högt att när de förmånsberättigade fordringsägarna fått betalt så kommer ett överskott att återstå. Att emittentinstitutet har en sådan extra buffert i säkerhetsmassan framstår som attraktivt för både investerare och ratinginstitut, men är både kostsamt och osmidigt för instituten. I Tyskland finns ett lagstadgat krav på två procents överskott, s.k. *sichernde Überdeckung*.²⁴⁰ I Danmark är kravet på hela tio procent.²⁴¹

I Sverige finns i LSO inget krav på överskott, vilket i förarbetena har motiverats med att det skulle kosta för mycket för institutet.²⁴² Naturligtvis finns det inget som hindrar att instituten själva har ett visst överskott, vilket skulle vara bra bl.a. ur ratingsynpunkt.²⁴³ Det kan tänkas att ratinginstitutet kommer att kräva att emittentinstituten innehar ett visst överskott för att få ett visst ratingbetyg på sina säkerställda obligationer. Frågan är då om detta räcker för ratinginstitutet. Även om ett institut ena dagen uppfyller kravet på överskott är det inte säkert att så är fallet även nästa dag. Det kan även tänkas att ratinginstitutet kommer att ställa vissa villkor på emittentinstitutet för att det skall få en viss rating på sina obligationer och för det fall att institutet inte uppfyller villkoren, kommer denna att ändras.

Trots denna hypotetiska möjlighet till god rating, även utan ett lagstadgat överskottskrav, är det ur en investerares synpunkt ändå inte en särskild tilltalande affär, om nästa dag obligationerna har fått en lägre rating. Detta betyder för honom eller henne att obligationen inte blir lika mycket värd på marknaden. Det kan även antas att övriga borgenärer (som inte är innehavare av säkerställda obligationer) inte kommer att uppskatta att ett institut har mycket överskott i säkerhetsmassan. Detta gör att deras utdelning kommer att äventyras för det fall att krediterna i säkerhetsmassan inte skulle förslå till utdelning för innehavarna av säkerställda obligationer. Och även om överskottet inte skulle behöva tas i anspråk så kommer övriga borgenärs utdelning att bli förskjuten i tiden.

²³⁹ Millqvist, Göran, a.a. s. 75.

²⁴⁰ 4 § Abs. 2 PfandBG.

²⁴¹ Ds 2001:38, s. 118.

²⁴² Ds 2001:38, s. 118.

²⁴³ Prop. 2002/03:107, s. 74.

Ratinginstituten ser lite olika på överskottet. S&P's anser, för det fall institutet skulle hamna på obestånd, att alla tillgångar i säkerhetsmassan skall stanna där och att innehavarna av säkerställda obligationer skall ha förmånsrätt i densamma. S&P's till exempel, anser inte att övriga borgenärer skulle kunna få del överskottet. Först när den sista obligationsinnehavaren fått betalt blir det aktuellt att dela ut av överskottet till övriga borgenärer. Om ett överskott av säkerhetsmassan kvarstår skall detta överföras till konkursboet i övrigt, vilket innebär att även andra borgenärer med olika säkerheter samt i vissa fall oprioriterade kommer att få betalt. Om denna utdelning skall ske löpande i takt med att konkursförvaltaren ser att ett övertäck kommer att skapas eller först när alla innehavare av säkerställda obligationer och i förekommande fall derivatmotparter fått betalt säger inte lagen något om. I SOU 1997:110 s. 137 uttalas dock att *återstoden* skall tillfalla konkursboet i övrigt om alla förmånsberättigade fordringsägare *får* betalt ur konkursen. Om återstoden definieras som det som finns kvar när innehavarna har fått betalt, betyder det att övriga borgenärer måste vänta på sin del tills säkerhetsmassan är avvecklad i sin helhet. En annan möjlighet är att se återstoden som det överskott som konkursförvaltaren *beräknar* kommer att finnas kvar. Risken är då, för det fall att "missmatchning" av löptiderna skulle inträffa, att innehavarna inte får betalt enligt plan. Å andra sidan kan tänkas att övriga borgenärer kommer att protestera, om de tvingas vänta på att hela säkerhetsmassan skall avvecklas för att de skall få sin del, som kan vara förhållandevis liten. Detta är en intressekonflikt som konkursförvaltaren måste beakta.

Förarbetena ger inte svar på frågan om konkursförvaltaren får dela ut överskottet innan säkerhetsmassan är avvecklad eller inte. Med hänsyn till det ovanstående torde *återstoden* tolkas som det som återstår sedan innehavarna har fått betalt. Då kommer det inte att finnas utrymme för förvaltaren att föra över något till boet i övrigt, förrän hela säkerhetsmassan är avvecklad. En fråga som uppkommer är huruvida de övriga borgenärerna, om de tvingas vänta, har rätt till ränta för dröjsmålet. De oprioriterade får ingen ränta, det får däremot de borgenärer som har förmånsrätt.

Övriga borgenärer kommer inte heller att ha rätt till de amorteringar som flyter in i boet eftersom dessa skall registreras och hållas avskilda från den övriga konkursen. I prop. 2002/03 s. 88 framgår att det är lämpligt att medel som betalas in, enligt gällande avtals villkor för tillgångarna i säkerhetsmassan och för derivatavtal, skall ingå i säkerhetsmassan.

Skulle de säkerställda obligationerna och derivatavtalen som antecknats i registret däremot inte hållas avskilda, skall konkursförvaltaren avveckla säkerhetsmassan och innehavarna av de säkerställda obligationerna får vänta lika länge som de övriga borgenärerna på att få sin del.

Det finns på sätt och vis ett överskott i säkerhetsmassan på grund av de belåningsgrader som gäller för hypotekskrediterna i 3 kap. 3 § LSO. Belåningsgraderna fungerar som säkerhetsmarginaler för att skydda obligationsinnehavarna i det fall de underliggande säkerheterna (t.ex.

fastigheterna) måste tas i anspråk. Det normala, vid en obeståndssituation hos emittentinstitutet, torde dock vara att institutet säljer vidare hypotekskrediterna till ett annat institut. Från de medel som flyter in, skall obligationsinnehavarna tilldelas produkten av relevant belåningsgrad och det senast registrerade marknadsvärdet på egendomen. Detta är vad de maximalt kan få, enligt 4 kap. 1 § och 3 kap. 3 § LSO. Återstoden (dvs. differensen mellan vederlaget för krediten och det som tilldelats innehavarna av säkerställda obligationer) kommer att tillgodoräknas konkursboet i övrigt. Detta förutsätter naturligtvis att krediten uppgår till 100 procent av marknadsvärdet. Sådillvida inte institutet skulle ha pantsatt återstoden till någon annan, torde följaktligen de oprioriterade borgenärerna få rätt till sin del så fort krediten realiserar.

Den likvida del som motsvarar produkten av relevant belåningsgrad och det senast registrerade marknadsvärdet på den underliggande säkerheten går in i säkerhetsmassan och resten går till oprioriterade direkt. Konkursboets övriga borgenärer alltså skall inte behöva vänta på att hela säkerhetsmassan avvecklas.

De oprioriterade har således två möjligheter till betalning, dels direkt vid försäljningen av krediter om det finns något kvar när den del av krediten som skall gå till innehavarna dragits bort, och dels för det fall att ett överskott skulle finnas i massan när *samtliga* innehavare fått betalt.

9 Tyskland

9.1 Allmänt

Tyskland har haft ett system med säkerställda obligationer i mer än 230 år, vilket är längst tid i Europa.²⁴⁴ Med en utestående volym på cirka 3 biljoner euro är den tyska marknaden den största på den europeiska marknaden för säkerställda obligationer.²⁴⁵ Eftersom den tyska lagstiftningen fungerat som en förebild för flera av de länder som nyligen skaffat en lagstiftning om säkerställda obligationer är en jämförande studie med densamma viktig för en djupare förståelse av den svenska LSO.²⁴⁶ Själva uppbyggnaden av lagen liknar på många sätt LSO, en begränsning har därför gjorts till att i huvudsak behandla det som skiljer den tyska lagstiftningen från den svenska.

9.2 Lagstiftning

Tyskland fick en ny lag om säkerställda obligationer den 19 juli 2005 då de gamla lagarna; Hypothekenbankgesetz (HBG), Gesetz über die Pfandbriefe und verwandten Schuldverschreibungen öffentlichrechtlicher Kreditanstalten (ÖPG) och Schiffbankgesetz (SchBkG) ersattes av *Pfandbriefgesetz* (PfandBG). Den stora förändringen som följde med lagen var att alla tyska kreditinstitut som uppfyller de krav som ställs på ett emittentinstitut i lagen får emittera säkerställda obligationer.²⁴⁷ En ytterligare förändring var att den statliga bankgarantin till förmån för kreditinstitut på den offentliga sektorn togs bort.²⁴⁸

HBG hade en institutionell karaktär vilket begränsade emitterande institut till endast de som *bara* ägnade sin verksamhet till upplåning genom emission av säkerställda obligationer, och utlåning av dessa medel.

Det förekommer tre olika former av säkerställda obligationer i Tyskland; Hypotheken Pfandbriefe, som är obligationer förenade med förmånsrätt i emittentens fastighetskrediter, Öffentliche Pfandbriefe med förmånsrätt i institutets offentliga krediter samt Schiffspfandbriefe som ger förmånsrätt i fartyg som ägs av emittenten. Både privata hypoteksbanker (Hypothek-banken) och offentliga institutioner kan ge ut säkerställda obligationer.²⁴⁹

²⁴⁴ Verband Deutscher Hypothekenbanken, Introducing the classical funding instrument of Germany's mortgage banks, s. 1.

²⁴⁵ Das Pfandbrief, 2005, Verband Deutscher Pfandbriefbanken, s. 6.

²⁴⁶ Prop. 2002/03:107, s. 33.

²⁴⁷ Ibid.

²⁴⁸ Das Pfandbrief, 2005, Verband Deutscher Pfandbriefbanken, s. 11.

²⁴⁹ Prop. 2002/03:107, s. 33.

Ett emittentinstitut definieras som ett kreditinstitut som ägnar sig åt emission av säkerställda obligationer (§ 1, Abs. 1 Satz 1, PfandBG). Emission av säkerställda obligationer innebär utgivning av Hypothekenpfandbriefe, Öffentliche Pfandbriefe och Schiffspfandbriefe.²⁵⁰ För att få tillstånd att emittera måste institutet: inneha ett minimikapital på 25 miljoner euro, ha tillstånd att låna ut pengar, inneha ett särskild lämpat riskhanteringssystem som kan kartlägga och hantera säkerhetsmassans risker, upprätta en ekonomisk plan som BaFin (den tyska motsvarigheten till FI) godkänt samt anpassa institutets organisatoriska struktur till emissionen av säkerställda obligationer.²⁵¹

En nyhet med PfandBG för de tyska matchningsreglerna är ett lagstadgat krav på innehav av två procents överskott på nuvärdet av varje säkerhetsmassa, vilket innebär att nuvärdet av säkerhetsmassan alltid skall vara större eller lika med 102 procent av nuvärdet på utestående obligationslån. Detta överskott skall bestå av tillgångar som lever upp till de krav som ställs på säkerhetsmassan samt har en hög likviditet.²⁵² Denna minimigräns kan tänkas stärka institutets möjligheter att klara av betalningar enligt plan om en s.k. ”mismatchning” av krediterna skulle inträffa. Vad gäller belåningsgraden på hypotekskrediterna är den tyska lagstiftningen striktare än den svenska och ligger på 60 procent.²⁵³ En fördel med den tyska lagstiftningen vad gäller belåningsgraden är att ifrågavarande paragrafer är bättre formulerade än den svenska regleringen i 3 kap. 3 § LSO. I stället för att använda den något krångliga formuleringen:

”krediten får ingå i säkerhetsmassan till den del krediten i förhållande till säkerheten ligger inom t.ex. 75 procent av marknadsvärdet för fast egendom”, stadgas i § 14 och 22 (2) PfandBG att

”hypotekskrediterna får endast ingå i säkerhetsmassan till de första 60 procenten av värdet på egendomen, så som det är bestämt av emittentinstitutet på basis av en värdering enligt § 16.”

Det framgår mycket tydligare ur den tyska lagstiftningen att hypotekskrediterna upp till 60 procent av ett fastställt värde får ingå i säkerhetsmassan. I 3 kap. 3 § LSO talas det istället om att krediterna får ingå i till den del *krediterna i förhållande till säkerheten* ligger inom en viss procentsats.

För det fall emittentinstitutet skulle komma på obestånd skall säkerhetsmassan *separeras* från konkursen, vilket gör att bankens övriga borgenärer inte kan komma åt säkerhetsmassan. I § 30 Abs. 1 PfandBG stadgas tydligt att säkerhetsmassan *inte skall ingå i konkursen*. Detta skiljer sig från den svenska lagstiftningen där säkerhetsmassan finns på samma balansräkning som institutets övriga konkurs, även om de skall hållas samman och åtskilda från konkursboets övriga tillgångar och skulder *så länge villkoren som*

²⁵⁰ Jmf. § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1-3 PfandBG.

²⁵¹ Jmf. § 2 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1-5 PfandBG.

²⁵² Jmf. § 4 Abs. 2 Satz 1-2 PfandBG.

²⁵³ Jmf. § 14 Abs. 1 och § 22 Abs. 2 PfandBG.

uppställs i lagen är uppfyllda (4 kap. 2 § 1 st. LSO). Vidare skall en eller två särskilda förvaltare (Sachwalter) utses av domstol vid huvudkontorets säte på begäran av BaFin. Rätten att förvalta och förfoga över säkerhetsmassan övergår därmed till förvaltaren/förvaltarna²⁵⁴, vilket kan tänkas minska risken för intressekonflikter. Detta skiljer sig från den svenska lagen enligt vilken det inte framgår att någon särskild förvaltare skall utses för hanteringen av säkerhetsmassan.

Det överskott som kan finnas i säkerhetsmassan vid en konkurs hos institutet kan ha uppkommit tack vare det lagstadgade minimikravet på 2 procents överskott, till följd av belåningsgraden eller kravet på nuvärdestäckning av de utestående obligationerna. I den tyska lagen, till skillnad från i den svenska, finns en uttrycklig regel som stadgar att för det fall det finns ett överskott i säkerhetsmassan när alla innehavare fått betalt, så skall detta tillfalla övriga borgenärer i konkursen.²⁵⁵ Den/De förvaltare som hanterar säkerhetsmassan får emellertid, även om registrerade tillgångar i säkerhetsmassan klart inte kommer att behövas för betalning till innehavarna (inkluderat det lagstadgade överskottet), när han eller hon önskar föra över detta till konkursförvaltaren för den övriga konkursen. Någon närmare specificering om hur beräkningen skall gå till för att fastställa att det är säkert att alla innehavare kommer att få betalt enligt plan finns dock inte. Det borde dock röra sig om ett inte obetydligt överskott för att en del skall kunna föras över till konkursboet, annars riskeras ändå att innehavarna drabbas. I förarbetena till den svenska lagen framgår att återstoden av säkerhetsmassan skall tillfalla konkursboet i övrigt om alla förmånsberättigade får betalt ur konkursen.²⁵⁶

Vad beträffar förmånsrättens relation till hypotekskrediterna, så gäller samma princip som i Sverige. I § 30 PfandBG stadgas att *”Ist über das Vermögen der Pfandbriefbank das Insolvenzverfahren eröffnet, so fallen die in den Deckungsregistern eingetragenen Werte nicht in die Insolvenzmasse”*. Detta betyder att de värden på hypotekskrediterna som registrerats i säkerhetsmassan utgör den del som förmånsrätten omfattar. Enligt §§ 14 och 22(1) PfandBG får krediterna endast ingå i säkerhetsmassan till den del de uppgår till högst 60 procent av marknadsvärdet på den underliggande säkerheten. Detta betyder följaktligen att vid en eventuell konkurs hos institutet, kommer 60 procent av det senast registrerade marknadsvärdet gå till innehavarna och resterande del till boet i övrigt. Återigen förutsätts naturligtvis att krediten då uppgår till 100 procent av marknadsvärdet på egendomen.

Jumbo Pfandbriefe är särskilt likvida obligationer som emitteras i stora volymer, minimum storleken på en emission är 500 miljoner euro. Vidare konstitueras Jumbo Pfandbriefe med syndikerade lån, vilket innebär att minst tre banker går ihop för att emittera dem.²⁵⁷

²⁵⁴ Jmf. § 30 Abs. 2 Satz 1-2 PfandBG.

²⁵⁵ Jmf. § 30 Abs. 4 Satz 2 PfandBG.

²⁵⁶ SOU 1997:110, s. 137.

²⁵⁷ Deutsche Bank Research, 1 oktober, 2003, s. 4.

9.3 Ratinginstitutens syn på Pfandbriefe

S&P's ser den nya tyska lagstiftningen som ett steg mot en starkare kreditvärdighet för Pfandbriefe. Trots det lagstadgade kravet på ett minimiöverskott kommer de emellertid ändå att fortsätta göra sina egna analyser av bl.a. kredit-, marknads-, och likviditetsriskerna, som är avgörande för hur mycket överskott ett institut måste inneha för att kunna få en s.k. AAA rating (vilket är det högsta ratingbetyget). Trots den strikta belåningsgraden anser S&P's att det finns en kreditrisk i säkerhetsmassan, bl.a. på grund av att inte hänsyn tas till de inbördes förhållandena mellan olika gäldenärer. Risken för "mismatchning" av obligationernas och krediternas löptider dämpas av det lagstadgade överskottet, men kommer ändå att finnas kvar.²⁵⁸

Fitch har till viss del ändrat sin ratingapproach på Pfandbriefe. Uppfattningen att driften av emittentinstitutet har betydelse för kvaliteten av säkerhetsmassan, och att hela institutets riskprofil måste tas i beaktande vid bestämmandet av ratingbetyg, behålls emellertid. Fitch anser även att systemrisken²⁵⁹ kommer att öka när den institutionella regleringen överges. Marknaden kommer att bli mer heterogen, vilket kan resultera i att bankerna blir mindre benägna att hjälpa varandra i kritiska situationer.

Moody's, som fått mycket kritik för sin ratingmetod för säkerställda obligationer, har successivt börjat ändra på denna. Tidigare gjordes ratingen av obligationerna helt beroende av emittentens rating, medan det nu verkar som om en övergång till att lägga större vikt vid säkerhetsmassans kvalitet mer och mer har skett.

²⁵⁸ Standard & Poor's, German Pfandbrief Framework Further Improved, 15 mars 2004.

²⁵⁹ Systemrisken är risken för stabilitetsproblem på grund av att ett fallissemang hos en eller flera aktörer sprider sig till andra.

10 Analys och slutsatser

En lagstiftning om säkerställda obligationer är något helt nytt för den svenska marknaden. Vid en jämförelse med Tyskland där lagstiftningen utvecklats under hundratals år är det inte svårt att förstå att mer tid och tankearbete har kunnat läggas ner på densamma. Därmed inte sagt att det är ett bevis för att den skulle vara bättre, även om den naturliga slutsatsen brukar bli denna om premissen att erfarenhet ger färdighet stämmer. Vid en studie och analys av den svenska lagen om säkerställda obligationer är det flera stadganden som vållar huvudbry. Nedan följer en sammanställning av dessa.

Att det finns ett överskott i säkerhetsmassan är viktigt för att säkerställa att innehavarna får betalt enligt plan i en konkurs hos emittenten. Det finns en risk för ”mismatchning” av krediterna och obligationslånen eftersom löptiden, som tidigare nämnts, är längre på krediterna än på obligationslånen. Detta gör att ett överskott krävs för att en planerig utbetalning skall kunna ske. När emittentinstitutet befinner sig på obestånd kan det inte heller ta upp nya lån för att betala de som förfaller till betalning, vilket innebär ett ytterligare behov av ett visst överskott.

Överskott i säkerhetsmassan kan uppkomma på olika sätt. Det finns en typ av överskott i säkerhetsmassan till följd av de belåningsgrader som gäller för hypotekskrediter. Eftersom endast 75 procent av krediten får ingå i säkerhetsmassan, finns en säkerhetsmarginal på 25 procent. Dessa 25 procent kommer dock inte obligationsinnehavarna tillgodo, utan finns för att ge innehavarna en extra säkerhet för det fall både emittentinstitutet och kredittagaren går i konkurs. Om detta skulle inträffa måste obligationsinnehavarna tillgodogöra sig de underliggande säkerheterna, dvs. det exekutiva värdet av fastigheterna. Ju större säkerhetsmarginal som finns genom belåningsgraderna desto bättre ställning får innehavarna vid konkursen.

För det fall institutet befinner sig på obestånd, kommer inte innehavarna att kunna tillgodogöra sig något ur det som finns kvar när 75 procent av det senast registrerade marknadsvärdet tilldelats dem. De har endast förmånsrätt i *säkerhetsmassan*. Till säkerhetsmassan får som nämnts ovan, endast den del av krediten som ligger inom 75 procent av marknadsvärdet räknas (jmf. 3 kap. 3 § LSO). Detta är enligt lagens nuvarande lydelse det *maxbelopp* av krediten som kan tillskrivas innehavarna till följd av förmånsrätten enligt 4 kap. 1 § LSO. Resterande del (dvs. i det här fallet de 25 procenten av marknadsvärdet) kommer att tillfalla boet i övrigt. Detta förutsätter förstås att krediten uppgår till 100 procent av marknadsvärdet på fastigheten. Skulle exempelvis krediten uppgå till endast 80 procent av marknadsvärdet på fastigheten kommer 75 procent av marknadsvärdet att tillgodoräknas innehavarna och endast fem procent gå till boet i övrigt.

Enligt vad som stadgas i 4 kap. 2 § LSO skall tillgångarna i säkerhetsmassan hållas separerade från institutets övriga konkurs. Det är inte svårt att separera de krediter som ligger inom belåningsgraden, t.ex. upp till 75 procent. Vad gäller de krediter som är blandade framgår inte klart ur lagen hur de skall behandlas. Sett i sitt sammanhang torde dock avsikten med paragrafen vara att de krediter, vilka till en del ligger inom 75 procents gränsen, skall separeras från konkursen. Men direkt dessa säljs (eller betalas av gäldenären) skall 75 procent av det senast registrerade marknadsvärdet på de underliggande säkerheterna gå till innehavare av säkerställda obligationer, medan resterande del tillfaller konkursboet i övrigt. Övriga borgenärer kommer alltså *inte* att behöva vänta på att hela säkerhetsmassan skall avvecklas för att få ut sin del av krediterna. Annorlunda förhåller det sig med annat överskott, dvs. till följd av att det nominella värdet och nuvärdet skall täckas, samt överskott som institutet på eget initiativ kan komma att ha i säkerhetsmassan. *Det är viktigt att skilja på vilken typ av överskott som avses eftersom förmånsrättsreglerna ser ut som de gör.*

Det finns även en möjlighet för institutet att frivilligt inneha en viss mängd överskott vilket kan tänkas bli fallet i Sverige, med tanke på viljan att erhålla topprating av ratinginstitutet. Ett lagstadgat överskott finns redan i Tyskland, vilket innebär att det inkluderas i säkerhetsmassan, varav därmed följer att förmånsrätt utgår i detta. Ur ratingsynpunkt måste dock ett lagstadgat krav på överskott anses öka chanserna för en högre rating än ett överskott som innehas på institutets egna initiativ. Detta är något lagstiftaren kanske kommer tänka på vid en eventuell revidering av lagen.

Ett visst överskott kommer emellertid antagligen ofta att finnas med tanke på matchningsregeln i 3 kap. 8 § LSO enligt vilken institutet tvingas ha täckning för både det nominella beloppet samt upplupna räntor på skuldsidan. Även nuvärdesmatchningen i 3 kap. 9 § 2 st. LSO kan antas ge upphov till ett överskott. Fråga uppkommer då hur dessa överskott skall hanteras när emittenten befinner sig på obestånd. Uttalandet om att *återstoden* av säkerhetsmassan skall tillfalla konkursboet i övrigt i SOU 1997:110 s. 137 måste tolkas som att konkursförvaltaren *efter* det att alla obligationsinnehavare blivit tillfredsställda får överföra återstoden till boet. Det finns inte något i lagen som antyder att andra borgenärer skulle få någon del i detta *innan* de med förmånsrätt har fått sin utdelning. I den tyska PfandBG däremot har konkursförvaltaren (Sachwalter) möjlighet att dela ut medel ur säkerhetsmassan till boet i övrigt om han anser att det står klart att detta övervärde inte kommer att kunna behövas för att tillgodose obligationsinnehavarnas fordringar (jmf. § 30 Abs. 4 Satz 2 PfandBG).

Ett stort problem med lagen är att den kopplar samman förmånsrättens omfattning och matchningsprinciperna. Lagens syfte måste vara att ge innehavare av säkerställda obligationer så bra villkor som möjligt. Då torde den bästa lösningen vara att låta förmånsrätten omfatta *hela* krediten och inte bara den del som korresponderar mot belåningsgraden. Det finns inget som hindrar att belåningsgraden gäller med avseende på matchningen bara för att förmånsrätten omfattar hela krediten. Det är besynnerligt att inte

innehavarna kan tillgodogöra sig hela krediten men "får betala" för den brist som uppkommer för det fall marknadsvärdet hamnar under belåningsvärdesgränsen. Genom att låta förmånsrätten utgå i hela krediten skulle å andra sidan övriga borgenärer få vänta till alla innehavare fått full utdelning för att få sin del.

Enligt 4 kap. 1 § 2 st. 1 p. LSO skall förmånsrätt utgå i de medel som vid tidpunkten för konkursbeslutet eller utmätningen finns i emittentinstitutet och *härör* från säkerhetsmassan eller derivatavtal. I 3 kap. 9 § 3 st. LSO stadgas att emittentinstitutet skall se till att *betalningsflödena* avseende bl.a. tillgångarna i säkerhetsmassan, derivatavtal och säkerställda obligationer är sådana att institutet vid varje tillfälle kan fullgöra sina förpliktelser gentemot innehavare av säkerställda obligationer. Betalningsflöden strömmar in och ut men vad menas egentligen med de medel som *härör* från säkerhetsmassan? Lagstiftarens vilja torde vara att med "medel som *härör*" avse både inflytande och utflytande medel. Ett klagande här skulle dock vara önskvärt, vilket skulle göra det lättare att tillämpa lagen.

Ytterligare ett problem är att värderingsreglerna i 3 kap. 7 § LSO inte reglerar det fall då marknadsvärdet har *ökat*. Det får antas att lagstiftaren menat att även detta skall avses, bättre vore emellertid om det kunde framgå klart av lagen eller ur FI:s föreskrifter och allmänna råd.

När det gäller 3 kap. 3 § LSO, vilken reglerar belåningsgraderna, skulle en omformulering underlätta. I § § 14 och 16 i PfandBG framgår mycket tydligare att "hypotekskrediten får ingå i säkerhetsmassan till den del den uppgår till 60 procent av fastighetens värde". Detta värde bestäms enligt en värdering i § § 16 och 24 PfandBG. Att som i 3 kap. 3 § LSO tala om "krediten i förhållande till säkerheten" är att uttrycka det på ett onödigt komplicerat sätt.

Av vad som framkommer ur LSO och konkurslagstiftningen skall inte någon oberoende förvaltare av säkerhetsmassan utses för det fall emittentinstitutet hamnar på obestånd. I den tyska PfandBG skall enligt § 30 Abs. 2 Satz 1 PfandBG en eller två speciella förvaltare av säkerhetsmassan utses. Detta kan tänkas eliminera den risk för intressekonflikt som kan uppkomma, när en och samma konkursförvaltare skall hantera både säkerhetsmassan och det övriga boet. Det ligger i obligationsinnehavarnas intresse att säkerhetsmassan skyddas från boets övriga borgenärers anspråk till dess att de fått full utdelning och säkerhetsmassan är avvecklad. Å andra sidan kommer övriga borgenärer att ställa krav på att få "sin del" av säkerhetsmassan när det står klart att ett överskott finns i densamma. Genom att ha en oberoende förvaltare för säkerhetsmassan undviks även den konflikt med KonkL som uppstår genom att förvaltaren enligt 7 kap. 8 § KonkL skall ta till vara borgenärernas gemensamma rätt samt vidta de åtgärder som främjar en snabb avveckling av boet. Meningen enligt LSO är däremot att säkerhetsmassan skall *bestå* ända tills alla innehavare fått full betalning. Mot bakgrund av detta vore det därför önskvärt om en särskild oberoende förvaltare utsågs för hanteringen av säkerhetsmassan.

Vad beträffar upplupna räntor skall det enligt matchningsreglerna hela tiden finnas täckning för dessa. Enligt 3 kap. 8 § LSO skall både det nominella värdet av de säkerställda obligationerna och upplupna räntor täckas medan institutet när det gäller krediterna endast får tillgodoräkna sig det nominella värdet och alltså *inte* upplupna räntor. Täckningen av upplupna räntor på skuldsidan, utan ett tillgodogörande för institutet av desamma på tillgångssidan, ger upphov till ett visst överskott i säkerhetsmassan. Detta kan tänkas ha en positiv inverkan på kommande ratingbetyg. Om detta varit lagstiftarens avsikt är osäkert. Att så varit fallet framgår emellertid inte ur förarbetena. I 3 kap. 9 § 2 st. LSO finns en matchningsregel som tar sikte på nuvärdena av såväl krediterna som obligationerna. Här tas alltså hänsyn till upplupna räntor på båda sidor. Trots detta måste enligt lagen även matchningen enligt 3 kap. 8 § LSO iakttas. En tredje och sista matchningsregel finns slutligen i 3 kap. 9 § 3 st. LSO av vilken följer att även en likviditetsmatchning skall ske. Ett villkor för att förmånsrätt skall utgå i dessa betalningsflöden är att de hålls på ett särskilt separat konto skilt från institutets övriga medel.

Även hela beloppet av amorteringar som flyter in med avseende på krediterna skall hållas på detta särskilda konto, förutsatt att skulden till gäldenären understiger den del av krediten som enligt 3 kap. 3 § LSO får räknas in i säkerhetsmassan. Överstiger skulden den del som får inräknas i säkerhetsmassan enligt 3 kap. 3 § LSO skall så stor del av amorteringen hållas på det särskilda kontot att denna tillsammans med återstående skuld (med anledning av den givna krediten) utgör produkten av relevant belåningsgrad enligt 3 kap. 3 § LSO och det senast registrerade marknadsvärdet på säkerheten (fastigheten).

Efter konkursutbrott skall, enligt 4 kap. 4 § LSO dessa medel antecknas i registret. Då ges inga nya krediter och för att innehavarna av säkerställda obligationer skall få betalning enligt plan måste de amorteringar som görs registreras enligt 4 kap. 4 § samt 3 kap. 10 § LSO.

Efter intervjuer och samtal med bl.a. bolåneinstitut, bankföreningen och FI får jag intrycket att svenska säkerställda obligationer kommer att kunna få AAA rating av ratinginstitutet trots de brister som finns i lagen. Detta är förstås inte säkert och kreditinstitutet väntar fortfarande på att få besked. För att detta skall vara möjligt kan tänkas att emittentinstitutet självmant kommer att inneha ett visst överskott i säkerhetsmassan. Detta kan även tänkas komma att ske genom att ratinginstitutet meddelar emittentinstitutet hur mycket överskott de kräver för att erhålla en viss rating och det är sedan emittentinstitutets sak att själva uppfylla detta krav. Trots detta vore det ändå mycket bättre ur både rating och investerarsynpunkt om ett minimiöverskott istället uttryckligen kunde införas i lagen.

Ett förslag till ändring av LSO:

- Införande av ett lagstadgat minimikrav på överskott i säkerhetsmassan.
- Ett klargörande om att förmånsrätten i 3 a § FRL även omfattar pant-rätt i fastigheterna.
- En ändring av formuleringen ”krediten i förhållande till säkerheten” i 3 kap. 3 § LSO.
- Ett lagstadgande, i linje med PfandBG, att en oberoende förvaltare av säkerhetsmassan skall utses för det fall emittentinstitutet skulle komma på obestånd.
- Låta förmånsrätten utgå i hela krediten och inte bara i den del som korresponderar mot belåningsgraden.
- Låta värderingsregeln i 3 kap. 7 § LSO omfatta även det fall då marknadsvärdet har ökat.

Säkerställda obligationer är något nytt för den svenska marknaden och det är självklart inte möjligt att direkt kunna författa en lag som inte har några brister och luckor. Lagen är dessutom rent tekniskt komplicerad. Vid en revidering av LSO skulle det dock underlätta för de som skall tillämpa densamma om vissa klargöranden och kompletteringar i linje med det som föreslagits ovan görs.

Käll- och litteraturförteckning

Lag

Förmånsrättslag (1979:979).

Handelsbalken.

Konkurslagen (1987:672).

Lag (1944:181) om redovisningsmedel.

Lag (1936:81) om skuldebrev.

Lag (1990:746) om betalningsföreläggande och handräckning.

Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument.

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

Lag (2003:1223) om utgivning av säkerställda obligationer.

Lag (2004:297) om bank- och finansieringsrörelse.

Tysk lag

Gesetz über die Pfandbriefe und verwandten Schuldverschreibungen öffentlich-rechtlicher Kreditanstalten.

Hypothekenbankgesetz.

Pfandbriefgesetz (BGBI.2005 I 1373-1388).

Schiffsbankgesetz.

Finsk lag

Lag om hypoteksbanker 23.12.1999/1240.

Litteratur

Bennet, Stefan, *Finanshandboken. Kassaflöde, risk, värde*, Industrilitteratur AB, Uppsala, 2003.

Cranston, Ross, *Principles of banking law*, second edition, Oxford University Press, USA, 2002.

Das Pfandbriefgesetz, Fritz Knapp Verlag GmbH, 2005, Frankfurt am Main.

Funered, Urban, *Bankernas risktagande*, Nerenius & Santérus Förlag AB, Studentlitteratur, Lund, 1994.

Hässel, Leif, *De finansiella marknaderna i ett internationellt perspektiv*, tredje upplagan, SNS Förlag, 2002.

Håstad, Torgny, *Sakrätt avseende lös egendom*, sjätte upplagan, Norstedts Juridik AB, Stockholm, 1996.

Jensen, Ulf, *Panträtt i fast egendom*, sjunde upplagan, Iustus Förlag AB, Uppsala, 2004.

Månsson, Fredrik och Andersson, Per-Ulrik, *Värdepapperisering Securitisation*, FritzesFörlag AB, Stockholm, 1995.

Millqvist, Göran, *Sakrättens grunder*, tredje upplagan, Norstedts Juridik AB, Stockholm, 2003.

Myrdal, Staffan, *Återpantsättning – om pantsättning av pant och panträtt*, Norstedts Juridik AB, Stockholm, 2005.

Stürner, Rolf, *Die Sicherung der Pfandbrief- und Obligationenläubiger vor einer Insolvenz der Hypothekenbank*, Verband deutscher Hypothekenbanken e.V., Bonn, Verlag Fritz Knapp GmbH, Frankfurt am Main.

Tegin, Åke, *Kredithandboken*, andra upplagan, Norstedts Juridik AB, Stockholm, 1997.

Walín, Gösta och Gregow, Torkel, *Förmånsrättslagen, lönegarantilagen m.m. En kommentar*, femte upplagan, Norstedts Juridik AB, Stockholm, 2004.

Walín, Gösta, *Borgen och trejemanspant*, tredje upplagan, Norstedts Juridik AB, Stockholm, 2002.

Walín, Gösta, *Panträtt*, andra upplagan, Norstedts Juridik AB, Stockholm, 1998.

Welamsson, Lars och Mellqvist Mikael, *Konkurs*, tionde upplagan, Norstedts Juridik, Stockholm, 2003.

Offentligt tryck från EU

Rådets direktiv 88/220/EEG av den 22 mars 1988, såvitt gäller placeringsinriktningen för vissa fondföretag, av direktiv 85/611/EEG om samordning av lagar och andra författningar som avser företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (fondföretag).

Rådets direktiv 89/647/EEG av den 18 december 1989 om kapitaltäckningsgrad för kreditinstitut.

Rådets direktiv 96/6/EEG av den 15 mars 1993 om kapitalkrav för värdepappersföretag och kreditinstitut.

Offentligt tryck

Prop. 1944:81	Förslag till lag om redovisningsmedel.
Prop. 2002/03:107	Säkerställda obligationer.
SOU 1997:110	Säkrare obligationer?
SOU 1998:160	Reglering och tillsyn av banker och kreditmarknadsföretag.
Ds 2001:38	Säkerställda obligationer.

Periodiskt tryck

Mörner, Anna, Juridisk Tidskrift vid Stockholms Universitet, 1996/97 nr 3.

Föreskrifter och rapporter

FFFS 2004:11

FI Dnr: 01-1178-601	Riskmätning och kapitalkrav I, Rapport den 14 februari 2001.
FI Dnr: 04-4090-610	Hushållens ökade lån- en riskanalys, Rapport den 7 juni 2004.
FI Dnr: 05-5939-350	Företagens interna kapitalutvärdering, Rapport den 26 september 2005.

Internet

http://www.bankforeningen.se/upload/bol%C3%A5n_till_bankm%C3%B6tet_hemsida_001.pdf

"Den svenska bolånemarknaden", publicerad 2004, hämtad 7 mars 2006.

http://www.riksbanken.se/upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Rapporter/2005/den_sv_finansmarknaden.pdf

"Den svenska finansmarknaden", publicerad 2005, hämtad 7 mars 2006.

http://www.bankforeningen.se/upload/banker_i_sverige_2004_001.pdf

"Banker i Sverige", hämtad 7 mars 2006.

http://www.fi.se/Templates/ListPage____1750.aspx

"Baselkommittén (bank)", hämtad 9 mars 2006.

http://www.fi.se/Templates/ListPage____2914.aspx
"Kapitaltäckning Basel II", hämtad 9 mars 2006.

http://en.wikipedia.org/wiki/Loan_to_value
"Loan to value", hämtad 9 mars 2006.

[http://www.realkreditraadet.dk/web/rkrUK/data.nsf/fb8b5c4003e7d8a0c1256a20003b411a/22f4da82317d1222c1256f5d0050d20f/\\$FILE/Ian%20Bell.ppt#6](http://www.realkreditraadet.dk/web/rkrUK/data.nsf/fb8b5c4003e7d8a0c1256a20003b411a/22f4da82317d1222c1256f5d0050d20f/$FILE/Ian%20Bell.ppt#6)
"Standard and Poor's approach", hämtad 9 mars 2006.

<http://di.se/Nyheter/?O=Index&page=%2fAvdelningar%2fTelegramShow.aspx%3fnopopup%3d1%26dreTN%3d271772>
"S&P: Öppnar för AAA rating av säkerställda obligationer", hämtad 9 mars 2006.

<http://www.riksbank.se/upload/4456/001108.pdf>
"Svensk Bostadsfinansiering och EMU", hämtad 28 mars 2006.

Övrigt

Säkerställda obligationer, 1 juli 2004 av Jonny Sylvén,
Föreningssparbanken.

Säkerställda obligationer, 5 februari 2004 av Jonny Sylvén,
Föreningssparbanken.

Säkerställda obligationer, 4 mars 2004 av Jonny Sylvén,
Föreningssparbanken.

Kreditkommentar, 7 mars 2005 av Jonny Sylvén, Föreningssparbanken.

Bostadsobligationer, 19 augusti 2005 av Jonny Sylvén,
Föreningssparbanken.

Das Pfandbrief, Europas grösster Bondmarkt, Fakten und Daten, 2004,
Verband Deutscher Hypothekenbanken.

Das Pfandbrief Europas führender Covered Bond, Fakten und Daten 2005,
Verband Deutscher Pfandbriefbanken., Special Focus –Covered Bonds, 25
november 2005.

Spintab AB (publ) Bostadsobligationer, Prospekt, 4 januari 2006,
Barclays.

The act on Mortgage credit banks (AMCB),
SAMPO, Finland.

DnB NOR, Norwegian Covered Bonds in brief, Introduction by Helge Stray, Senior Vice President, DnB NOR.

Covered bonds introduced in Sweden, Mannheimer Swartling, mars, 2004.

Approach to Rating European Covered Bonds Refined, 16 oktober 2003, Standard and Poor's.

New S&P Approach For Rating Swedish Covered Bonds Opens Way to 'AAA', Per Törnqvist, 11 juli 2005, Standard & Poor's.

Hélène M. Heberlein, Fitch Ratings, European Covered Bonds Rating Methodology, 9 november 2004.

Covered Bonds, Advokatfirman Vinge KB, 21 februari 2005, Stockholm.

Pm av Mikael Mellqvist, 31 juli 2004.

Deutsche Bank Research, 1 oktober 2003.

German Pfandbrief Framework Further Improved, Standard & Poor's, 15 mars 2004.

Intervjuer

Intervju med professor Ulf Jensen, 31 januari 2006, Lund.

Intervju med Jonny Sylvén, Spintab, 7 februari 2006, Stockholm.

Intervju med Marcus Hjorth, FI, 2 mars 2006, Stockholm.

Telefonintervju med Percy Bargholtz, FI, 26 januari 2006.

Telefonintervju med Gösta Fischer, Bankföreningen, 8 mars 2006.