



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Ruth Yosef

Värdepapperisering
-särskilt om dess skatterättsliga
behandling i Sverige och Italien

Examensarbete
20 poäng

Professor Sture Bergström

Skatterätt

Vt 2004

SAMMANFATTNING	5
FÖRORD	6
FÖRKORTNINGAR	8
1. INLEDNING.....	10
1.1 BAKGRUND.....	10
1.2 SYFTE	11
1.3 AVGRÄNSNINGAR.....	11
1.4 METOD	12
1.5 DISPOSITION	13
1.6 DEFINITIONER	13
2.INTRODUKTION TILL VÄRDEPAPPERISERING	14
2.1 VAD ÄR VÄRDEPAPPERISERING.....	14
2.2 TEKNIKEN FÖR VÄRDEPAPPERISERING.....	15
2.3 MOTIV FÖR VÄRDEPAPPERISERING	17
2.3.1 <i>Historisk</i>	17
2.3.2 <i>Fördelar med värdepapperisering</i>	18
2.3.2.1 Frigöra kapital.....	18
2.3.2.2 Förbättrad riskhantering	19
2.3.2.3 Renodla verksamheten.....	20
2.3.2.4 Lägre inträdeskostnader för nya aktörer	20
2.3.2.5 Bredande av investerarbasen	20
2.3.2.6 Matchad finansiering	20
2.3.3 <i>Nackdelar med värdepapperisering</i>	20
2.3.3.1 kostnadsaspekten	20
2.3.3.2 Legala risker	21
2.3.3.3 Moraliskt ansvar	21
2.3.2.4 Cherry-picking.....	21
2.3.2.5 Försämrad ställning för gäldenärerna	21
2.3.2.6 Branschglidningsproblematik	21
2.4 FINNS DET BEHOV AV VÄRDEPAPPERISERING?	22
3. RÄTTSLIGA FÖRUTSÄTTNINGARNA FÖR VÄRDEPAPPERISERING I SVERIGE	24
3.1 ALLMÄNT	24
3.2 DEN BANKRÄTTSLIGA ASPEKTEN.....	24
3.2.1 <i>Lagen om finansierings verksamhet</i>	25
<i>Ändringen i lagen om finansieringsverksamhet</i>	25
<i>Kapitaltäckningsreglerna</i>	26
3.3 DEN SAKRÄTTSLIGA ASPEKTEN	26
3.3.1 <i>De rättsliga förutsättningarna idag</i>	27
3.3.2 <i>Ändringen i lagen om skuldebrev</i>	27

4. DEN SVENSKA BESKATTNINGEN AV VÄRDEPAPPERISERING	29
4.1 DEN SKATTERÄTTSLIGA ASPEKTEN	29
4.2 FÖRSÄLJNING/ÖVERFÖRING	29
4.2.1 Överlåtelsens karaktär	30
4.2.2 Beskattning av överlåtelsen.....	30
4.2.3 Uttagsbeskattning.....	31
4.2.4 Mervärdesskatt	33
4.2.4.1 Service och serviceavgifter.....	34
4.3 VINSTHEMTAGNING.....	35
5. INTRODUKTION TILL DEN ITALIENSKA VÄRDEPAPPERISEINGEN	36
5.1 ALLMÄNT	36
5.1.1 En generell översikt över Law 130/99.....	37
5.2 TILLGÅNGAR SOM KAN VARA FÖREMÅL FÖR VRÄDEPAPPERISERING	37
5.3 ORGINATORN.....	38
5.4 ÖVERLÅTELSEN AV FORDRINGARNA.....	38
5.5 DET ITALIENSKA SPV:ET.....	39
5.6 OBLIGATIONERNA OCH DESS INNEHAVARE.....	39
5.7 REDOVISNINGS FRÅGOR	40
5.7.1 Verklig överlåtelse (true sale).....	41
5.7.2 Överlåtelse med möjligheten till återköp (cessione pro solvendo).....	42
5.7.3 Den redovisningsmässiga behandlingen av SPV	42
6. BESKATTNING AV DEN ITALIENSKA VÄRDEPAPPERISERINGEN	44
6.1 DEN SKATTEMÄSSIGA BEHANDLINGEN AV ORIGINATORN.....	44
6.1.1 Beskattning – vad som är avdragsgill kapitalförlust.....	44
6.1.2 Mervärdesskatt och stämpelskatt.....	44
6.2 DEN SKATTEMÄSSIGA BEHANDLINGEN AV SPV.....	46
6.3 SERVICER	47
6.4 DEN SKATTEMÄSSIGA BEHANDLINGEN AV OBLIGATIONSSINNEHAVARNA	48
6.4.1 Räntebeskattning av obligationerna.....	48
6.4.2 Förtidig avyttring/inlösen av obligationer	50
6.4.3 Kapitalvinstbeskattning	50
6.4.3.1 Kapitalvinstbeskattning av Italien bosatta privatpersoner.....	50
6.4.3.1.1 Regime della Dichiarazione	51
6.4.3.1.2 Regime del Risparmio Amministrato	51
6.4.3.1.3 Regime del Risparmio Gestito	51
6.4.3.2 Kapitalvinstbeskattning av italienska aktie- och handelsbolag samt fasta driftställen i Italien tillhörande utländska bolag.....	52
6.4.3.3 Utländska bolag utan fasta driftställen etablerade i Italien m.m.	52
6.4.3.4 Kapitalbeskattningen av italienska pensionsfonder.....	53
6.4.3.5 Kapitalbeskattning av italienska kooperativa investmentfonder	53

6.4.3.6 Övriga skatteobjekt.....	53
6.5 TILLÄMPNINGEN AV DEN ITALIENSKA BESTÄMMELSEN VID MISSBRUK AV VÄRDEPAPPERISERINGSTRANSAKTIONER.....	53
7. AVSLUTANDE DISKUSSION	55
7.1 ANGÅENDE DE FÖRÄNDRADE FÖRUTSÄTTNINGARNAS BETYDELSE PÅ DET CIVIL- OCH BANKRÄTTSLIGA OMRÅDET	55
7.2 ANGÅENDE DEN SKATTERÄTTLIGA PROBLEMATIKEN	57
BILAGA A	60
BILAGA B	62
BILAGA C	64
KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING	68
RÄTTSFALLSFÖRTECKNING	72

Sammanfattning

Värdepapperisering är en finansieringsmetod som innebär att man på ett direkt sätt kopplar ihop låntagarna med kapitalmarknadens aktörer. I ekonomiska termer innebär den att det säljande företaget refinansierar fordringstillgångarna utanför sin egen balansräkning (off balans sheet).

Det finns så väl fördelar som nackdelar med värdepapperisering varav fördelarna är frigörande av kapital, förbättrad riskhantering, renodla verksamhet, lägre inträdeskostnader för nya aktörer, bredande av investerarbasen och matchad finansiering. Nackdelarna med värdepapperisering är kostandsaspekten, legala risker, moraliskt ansvar. Cherry-picking, försämrad ställning för gäldenärerna och branschglidningsproblematik.

Fenomenet värdepapperisering har sitt ursprung i USA. Det land där värdepapperisering är störst utanför USA är Storbritannien. I Sverige genomfördes värdepapperisering baserad på svenska tillgångar först under 90-talet. Företeelsen kan således fortfarande anses vara relativt ny. Anledning härför är att genomförande av värdepapperiseringar, i sin helhet i Sverige, i de flesta fall ansetts vara ekonomiskt oförmånliga då lagstiftningen indirekt har utgjort ett hinder. Det har dock från lagstiftarens sida vidtagits åtgärder för att förbättra de rättsliga förutsättningarna för värdepapperisering. Dessa åtgärder har utmynnat i lagändringar avseende de civil- och bankrättsliga rättsområdena. Den benämnda ändringen har dock ej berört de skatte- och redovisningsrättsliga konsekvenserna av värdepapperisering.

Värdepapperisering har i allt större utsträckning genomförts i flera länder. Ett av dessa länder var där värdepapperiseringen ökat signifikant och vars värdepapperiseringsmarknad är den näst största i Europa efter Storbritannien är Italien. Anledningen till den benämnda ökade aktiviteten på värdepapperiseringsmarknaden är en lagändring, Lag 130/99, som underlättade och därmed möjliggjorde genomförandet av värdepapperisering baserade på underliggande italienska tillgångar. Före lagändringen i Italien skedde värdepapperiseringen, precis som i dagsläget i Sverige, via utlandet.

Behovet av värdepapperisering som en finansieringskälla är stort vilket bl.a. framgår av den både till antalet och omfattningen växande värdepapperisering som sker via utlandet, baserade på svenska underliggande tillgångar. Detta ger inte minst uttryck för att de lagändringar som skett är långt ifrån tillräckliga eller fullständiga. Det sagda efterlyser även behovet av en täckande genomgång av de rättsliga områden som berör värdepapperisering.

Förord

Detta arbete tillägnas till minnet av min älskade mor Mebrat Haile och min älskade far Yosef Negussie.

Det har varit en lång, intressant och milt sagt omtumlande resa att jag rent av inte vet var jag skall börja. Resan påbörjades egentligen långt innan jag kom till mitt nya hemland Sverige, nämligen i Etiopen i Dessie på Negus Mikael skolan där jag skrevs in för att påbörja första klassen vid fem års ålder. Då visste jag inte vad som väntade mig och att jag skulle, inte bara lämna min gamla hemstad och min familj småt företa en resa till en annan världsdal. Jag skulle nog kunna påstå att jag inte bara tangerat utan även korsat all färg spektrum på känsluskalan under min resas gång. Den har med andra ord inte varit lätt alla gångerna. Det skall dock understrykas att resultat har varit mödan värt.

Som brukligt vill jag börja med att tacka min handledare professor Sture Bergström för all den hjälp och stöd jag erhållit under mitt uppsatsskrivande. Jag vill även tacka advokat Per-Ullrik Andersson, f.d. justitieråd Torkel Gregow, Ulf Alstrlind och Bengt-Göran Löwenthal vid SBAB, Maria Eriksson vid Riksbanken, avdelningen för penningpolitikstatistikenheten och departementsråd Lars Afrell vid Finansdepartementet för allt den hjälp jag fått under arbetets gång.

Ur min familj vill rikta särskilt tack till mina älskade systrar och bror Abebech Yosef (Abewa), Hanna Yosef, Tsehai Yosef, Helen Yosef och Daniel Yosef. Abewa, jag saknar ord som uttrycker allt vad du har betytt och fortfarande betyder för mig. Du har varit där för mig under så väl under mina svåra sjukdomsåren som efter. Du har hållit ditt löfte. Du kommer alltid att finna i mitt hjärta och i mina tankar. Min älskade syster Hanna, du har alltid velat det bästa för mig och ställt upp villkorslöst. Din kärlek till mig har varit lika varm och villkorslös som en moders. Hanna du är en ängel som alltid kommer att ha en plats i mitt hjärta. Teshai, du är en otroligt välbalanserad person vars vänskap jag uppskattar oerhört. Du betyder mycket för mig och jag vet att jag alltid kan prata med dig. Hellen, våran relation har sällan varit friktionsfritt men du har alltid funnits i mina tankar. När saker och ting inte är som de borde vara, håller jag mig fast vid de roliga, löjliga, trevliga m.m. stunder vi har haft tillsammans. Jag kommer alltid att finnas för dig, både i vått och torrt. Dani, du är en mycket fin och kärleksfull person. Jag är så glad att ha dig både som bror och vän.

Min gamla vän Anki Johnelius, vi har haft ett otroligt gott vänskap sedan lång tid tillbaka och jag betraktar det som intakt. Du är så omtänksam, uppmuntrade och lojal, vad mer kan jag begära! Min kära Aida, du är den fulländade diplomaten som har idel och vars vänskap jag kan räkna med i alla väder. Livet skulle vara tråkigare utan er två!!

Elsa och Rune Berglund, ordet tack kan kännas trivialt i detta sammanhang, men i brist på annat använder jag mig av det ändå och säger TACK!

Sist men inte minst min älskade pojkvän Jens Berglund, jag vet inte var jag skall börja. Jens, tack för allt och all stöd.

Förkortningar

AB	Aktiebolag
ABS	Asset-backed securities
Art	Artikel
bl.a.	Bland annat
BR	Balansräkning
CONSOB	The Italian commission for corporates and the stock exchange
ca.	Cirka
Ds.	Departementserie
EG	Europeiska gemenskapen
GAAP	General accepted accounting principles
ICTA	The Italian Consolidated tax Act
IFLR	International Financial Law Review
IL	Inkomstskattelagen (1999:1229)
IRAP	Imposta sul Reddito delle Attività Produttive
IRPEG	Imposta sul Reddito delle Persone Giuridiche
ITA	Italian Income Tax Act
JB	Jordabalken
Kap.	Kapitel
KL	Kommunalskattelagen
MBS	Mortgage-backed securities
ML	Mervärdesskattelag (1994:200)
m.fl.	Med flera
m.m.	Med mera
No.	Number
nr.	Nummer
p.	Page(s)
pga.	På grund av
PM	Promemoria

Prop.	Proposition
RÅ	Regeringsrättens Årsbok
SBAB	Sveriges bostadsfinansieringsaktiebolag
SCB	Statistiska centralbyrå
Sid.	Sida
s.k.	Så kallad
Skbrl	Skuldebrevslagen (lag 1936:81)
SPV	Special purpose vehicle
SOU	Statens offentliga utredningar
st.	Stycke
SvJT	svensk juristtidning
t.ex.	Till exempel

1. Inledning

1.1 Bakgrund

Det är varje befintlig och blivande villa eller bostadsrättsägares önskan att erhålla ett förmånligt lån till en låg räntesats vid ett inköp av ett boende och behovet av ett lån är ett måste. Ett bostadslån¹ involverar minst två parter, nämligen låntagaren å ena sidan och långgivaren å andra sidan. Dessa parter önskar givetvis erhålla en maximal utdelning av sina affärer. Det sagda innebär att långgivaren vill ha en så hög ränta som möjligt och låntagaren en så låg ränta som möjligt. Då dessa intressen är motstridiga och den enes önskan inte kan uppfyllas utan att den andres få ge vika, behövs det ett utomstående element, rentav en metod som gör att uppnåendet av båda parter önskan skall vara möjligt. Denna metod skall då bidra till att maximera nyttan för båda parterna. Och det är här värdepapperiseringen kommer in i bilden.

Värdepapperisering² är en finansieringsmetod som innebär att man på ett direkt sätt kopplar ihop låntagarna med kapitalmarknadens aktörer³. I ekonomiska termer innebär den att det säljande företaget refinansierar fordringstillgångarna utanför sin egen balansräkning (off balans sheet)⁴. Det sagda kan rent praktiskt sätt, ändock mycket förenklat, sammanfattas på följande vis. Den som avser förvärva en bostad och önskar finansiera förvärvet med hjälp av lånemedel (låntagare) vänder sig till något av låneinstituten, så som banker och övriga kreditmarkandsaktörer (långgivare). Långgivaren i sin tur vänder sig till SPV-bolaget för att på ett mycket billigare och förmånligare sätt finansiera det kapital som krävs för att bevilja lånet till den blivande låntagaren. SPV-bolaget i sin tur anskaffar sig sitt ”arbetande kapital” genom att emittera obligationer till allmänheten och övriga intresserade investerare. Resultatet är låntagare och långgivare kopplas samman på ett i grunden tämligen enkel, med ändå raffinerad sätt. I följande avsnitt ges en närmare introduktion av värdepapperiseringen.

Fenomenet värdepapperisering har sitt ursprung i USA. Det land där värdepapperisering är störst utanför USA är Storbritannien. I Sverige genomfördes värdepapperisering baserad på svenska tillgångar först under 90-talet. Företeelsen kan således fortfarande anses vara relativt ny. Anledningen härför är att lagstiftningen indirekt har utgjort ett hinder genom att den har bidragit till att värdepapperiseringar i de flesta fall är

¹ Märk väl att lånet inte nödvändigtvis måste avse ett boende, det kan lika gärna röra sig om lån som har till ändamål att finansiera inköp av lös egendom så som bil eller båt.

² Värdepapperisering är det svenska uttrycket för vad som utomlands benämns

securitization

³ Månsson, sid. 11

⁴ Gregow, PM sid. 2

ekonomiskt oförmånliga att i sin helhet genomföra i Sverige⁵. Från finansmarknaden har det därför ansetts och anses fortfarande att legal osäkerhet råder rörande vissa frågor kring värdepapperisering som därmed kan tänkas bli en ekonomisk kostnad varför värdepapperiseringen av svenska tillgångar har genomförts via ett specialföretag som har legat utomlands.

Från lagstiftarens sida har man dock vidtagit åtgärder genom att initiera en rad utredningar för att förbättra de rättsliga förutsättningarna för värdepapperisering av svenska tillgångar i Sverige. Detta har utmynnat i lagändringar⁶. De ändringar som har gjorts har dock ej avsett den skatterättsliga delen utan huvudsakligen den civil- och bankrättsliga rättsliga. Värdepapperisering har bland annat så väl civil- och bankrättsliga som skatte- och redovisningsrättsliga konsekvenser varför även dessa är utomordentliga aspekter som förtjänar att behandlas väl.

1.2 Syfte

Syftet med förevarande arbete är att inledningsvis introducera och redogöra för värdepapperiseringen och dess process allmänt för att därefter lyfta fram och belysa huvudsakligen de skatterättsliga men även de civil- och bankrättsliga problemen som är och har varit centrala kring den svenska värdepapperiseringen. Vidare ämnar arbetet att ge en internationell utblick genom att värdepapperiseringen i ett valt europeiskt land, Italien, behandlas.

1.3 Avgränsningar

Vid värdepapperisering dyker det upp en rad juridiska frågeställningar. Det är dock inte praktiskt möjligt att behandla samtliga delar i detta arbete. En djupare förståelse för den skatterättsliga problematiken vid värdepapperisering kräver dock att vissa här väsentliga rättsliga områden beaktas för att läsaren skall ha en meningsfull behållning av framställningen.

Vad gäller den skatterättsliga sidan, ligger tyngden på den skattemässiga konsekvensen av värdepapperisering och den civilrättsliga tar sikte på den sakrättsliga aspekten. Vidare finns det även bankrättsliga frågor som aktualiseras i samband med värdepapperisering och även dessa kommer att falla inom ramen för detta arbete.

⁵ Ds 1998:71, sid. 11

⁶ Lagändringarna avser ändringarna i lagen (1992:1610) om finansieringsverksamhet och i lagen (1936:81) om skuldebrev

Arbetet med värdepapperisering tangerar en rad rättsliga områden så som skatterätt, redovisningsrätt, civilrätt, bankrätt, offentlig rätt⁷ m.m. Det finns dock som nämnts inte utrymme att behandla alla dessa områden varför avgränsning sker till den skatte-, civil- och bankrättsliga delen. De övriga områden kommer således att beröras enbart i det fall dessa aktualiseras.

Vidare har värdepapperiseringen så väl en företagsekonomisk som juridisk aspekt, men det är i princip endast den senare som är föremål för föreliggande arbete. I de fallen vissa element är nödvändiga för att ge framställning en meningsfull innebörd, kommer dessa givetvis att beröras om än subsidiärt.

Värdepapperisering kan ske baserade på både fasta och lösa tillgångar (fast- respektive löseegendom). Det är endast den sista som skall behandlas. Avslutningsvis är det enbart värdepapperisering baserade på svenska tillgångar som är av intresse.

Den värdepapperisering som behandlas i detta arbete är baserad på svenska respektive italienska underliggande tillgångar och som faktiskt genomförs i dessa två länder. Huvudsakligen i Sverige men även i Italien⁸ förekommer det att värdepapperiseringen görs via utlandet och detta faller som redan konstaterats utanför ramen för föreliggande arbete.

1.4 Metod

I mitt arbete har jag använt mig huvudsakligen av gängse juridisk metod vilket innebär att relevanta rättskällor har beaktats. Då även utländsk rätt har varit föremål för föreliggande arbete, har även här relevanta rättskällor och annat adekvat material studerats. Vidare har underlaget för arbetet utgjorts av primära och sekundära informationskällor. De primära har bestått av kvalitativa undersökningar genom telefonintervjuer med en rad personer som har kommit i kontakt med värdepapperisering på ett eller annat sätt och besitter således en form av expertiskunskap. De sekundära har utgjorts av ett antal böcker, så väl juridiska som företagsekonomiska, tidskriftsartiklar och

⁷ Här kan det exempelvis vara frågan om sekretessbelagda uppgifter, personuppgiftslagen.

⁸ Flertalet av den värdepapperisering som genomförs i Italien görs på hemma (mer om detta i avsnitt fyra), men det förekommer även att Law of 2 January 1991, No. 52 (Law 52/91) används. Då sker värdepapperiseringen utanför i Italien dock baserade på italienska tillgångar. Denna lag behandlas dock inte i denna framställning som redan nämnts. Intresserade av denna lag och dess tillämpning hänvisas bl.a. till Flora, & Salvadori di Wiesenhoff, *Securitization in Italy Using a Non-Italian Resident Vehicle: Legal and Tax Issues*, *European Taxation* March 2003 p.80ff och Flora, *Tax Treatment of Securitization of Receivables*, *DFI* January/February 2003 p. 13ff., *Freshfields Bruckhaus Deringer*, *Trade receivables securitisation in Italy*, June 2002 p.1ff..

annat tryckt och publicerat material så som statistiskt underlag och diverse typer av databaser.

1.5 Disposition

I inledande avsnittet (avsnitt 1) redogörs bakgrund till föreliggande arbete följt med syfte, avgränsning och metod samt disposition och definitioner. Följande avsnitt (avsnitt 2) introducerar värdepapperisering på ett närmast helt täckande sätt genom att diskutera självaste begreppet värdepapperisering och dess betydelse samt behovets existens och vidd. Avsnittet tar även upp så väl de fördelar som kan uppnås vid en värdepapperisering som dess nackdelar. Vidare redogörs för tekniken och motivet för värdepapperisering. En inventering av de rättsliga förutsättningarna, dvs. den bank- och sakrättsliga, för värdepapperisering i Sverige görs i avsnitt tre (avsnitt 3). Till de rättsliga förutsättningarna hör även den skatterättsliga, med då den huvudsakligen utgör huvudämnet för detta arbete, behandlas den i ett separat avsnitt (avsnitt 4). Detta avsnitt följs av en introduktion till den italienska värdepapperiseringen. Introduktionen har sin motsvarighet i den svenska främst i avsnitt två men även delvis i avsnitt tre (avsnitt 5). Beskattningen av den italienska värdepapperiseringen behandlas i nästista avsnittet (avsnitt 6). En avslutande diskussion förs i sista avsnittet (avsnitt 7).

1.6 Definitioner

Originatorn: den ursprungliga kreditägaren vars fordringar värdepapperiseras.

SPV: det special bolag som är skapad endast för att inneha värdepapperiserade tillgångar. SPV emitterar värdepapper för att på så vis finansiera förvärvet av fordringarna.

Investorerna/obligationsinnehavarna: de som förvärvar obligationerna som emitteras av SPV och därmed erhåller en väldefinierad investering i de underliggande tillgångarna som är homogena.

Servicer: den som sköter den löpande hanteringen, administrativa delen, av de värdepapperiserade tillgångar. Då hanteringen tidigare har tagits hand om av originatorn, före värdepapperiseringen är det vanligt förekommande att denne uppträder som servicer, främst av praktiska skäl.

2.Introduktion till värdepapperisering

2.1 Vad är värdepapperisering?

Värdepapperisering är en teknik för att omvandla relativt homogena tillgångar med betalningsflöden till obligationer eller andra lätt omställningsbara värdepapper⁹.

Grundidén med värdepapperisering är att den skall utgöra komplement till de traditionella finansieringskällorna såsom banker, leasingföretag, factoringföretag, leverantörskrediter, lån- och kreditinstitut m.m. för så väl finansiella institutioner som större industri- och tjänsteproducerande företag. Den kompletterande funktionen uppfylls dels genom att värdepapperisering är en diversifiering av finansieringskällor dels genom att den innebär en lägre finansieringskostnad. Andra motiv till värdepapperisering är förbättring av nyckeltal, skapande av expensionsutrymme, minskning av balansomslutning, bättre riskhantering/riskspridning, matchning av finansiering m.m.

Med värdepapperisering menas i detta sammanhang att en specialiserad verksamhet säljer finansiella fordringar till en juridisk person som enbart äger fordringarna och emitterar obligationer för sin finansiering¹⁰. Denna typ av verksamhet skiljer sig från ett hypoteksbolags verksamhet då den förra inte bedriver någon rörelse.

Alla fordringar går i princip att värdepapperisera men den mest förekommande typen av fordringar är fastighetslån¹¹, dvs. lån med panträtt i fastigheter¹². Exempel på andra typer av fordringar vilka även är en växande marknad är kreditkortsfordringar, lån till bilköp och leasingskulder¹³. Andra spektakulära exempel från utlandet är Madame Tussaud's biljettintäkter, TV-rättigheterna till Formel 1, David Bowie's framtida royalty intäkter, Parmas publikintäkter, advokatarvode och det italienska statliga lotteriet.

⁹ Ds 1998:71 sid. 13

¹⁰ Ibid.

¹¹ Den kategori av värdepapperiserade krediter som omfattar bostadslån kallas Mortgage Backed Securities (MBS) och den kategori krediter som baseras på andra tillgångar kallas Asset Backed Securities (ABS)

¹² prop. 2000/01:19 sid. 9

¹³ Ibid.

Det finns två typer av värdepapperisering av en tillgång, direkt- respektive indirekt¹⁴, beroende på om värdepapperiseringen görs baserad på lån eller krediter¹⁵.

2.2 Tekniken för värdepapperisering

Tekniken och dess grundstruktur i en värdepapperisering är densamma oberoende av form. Värdepapperstransaktionen involverar ett flertal parter varav vilka de viktigaste är det överlåtande företaget (ofta ett kreditinstitut) som benämns originatorn¹⁶ och det förvärvande företaget som benämns specialföretaget (SPV). Andra inblandade aktörer är investorer (placerarna), de som köper specialbolagets obligationer eller andra värdepapper och gäldenärerna (kreditägarna), de vars skuld överläts. Vid sidan av dessa finns det givetvis andra som är involverade i en värdepapperstransaktion då kompetens av skiftande karaktär och support från relevanta aktörer förutsätts. Dessa kan vara allt ifrån försäkringsbolag, ratinginstitutioner, banker och investmentbanker, advokatfirmor, revisionsfirmor, datakonsulter m.m. Även utländsk kompetens på det juridiska området är ett måste då transaktionen nästan uteslutande äger rum i utlandet.

Originatorn identifierar en avskiljbar del av sin förmögenhetsmassa, låne- eller kreditstock och säljer detta till specialbolaget. Specialbolagets verksamhet är begränsad och dess enda syfte är att äga fordringarna vilkas finansiering sker genom emittering av obligationer eller andra liknande värdepapper på värdepappersmarknaden.

Värdepapperiseringen innebär således att krediter och tillgångar med förutsägbar avkastning, kassaflöde, eller andra betalningsströmmar paketeras till obligationslån eller andra värdepapper.

Innan obligationerna kan säljas till investerare, måste den delen av tillgången som lyfts och avskiljs för värdepapperisering kreditvärderas och åsättas en kreditbedömning (rating) av ratinginstitut¹⁷. Priset liksom efterfrågan på värdepappersobligationerna styrs av vilken risk som obligationen är förknippad med, dvs. den erhållna ratingen¹⁸ styr priset. Då

¹⁴ Värdepapperiseringen sker direkt genom att den baseras på kassaflödet av exempelvis hyresintäkter av ett bestånd av hyresfastigheter eller indirekt genom att lånen värdepapperiseras och obligationen baseras på kassaflödet under krediten, dvs. räntor och amorteringar. Här sker alltså en matchning mellan de *utgivna* obligationerna och kassaflöden. Även kassaflöden uppkomna till följd av leverans av en tjänst eller vara kan vara föremål för värdepapperisering.

¹⁵ Månsson, sid. 15

¹⁶ Originatorn kan lika gärna vara ett icke finansiellt företag som vill omvandla illikvida tillgångar såsom kundfordringar till likvida tillgångar.

¹⁷ De stora ratinginstituten är bl.a. Duff & Phelps, Standard & Poor's och Moody's. Dessa anlitas flitigt vid diverse finansiella riskinventeringar.

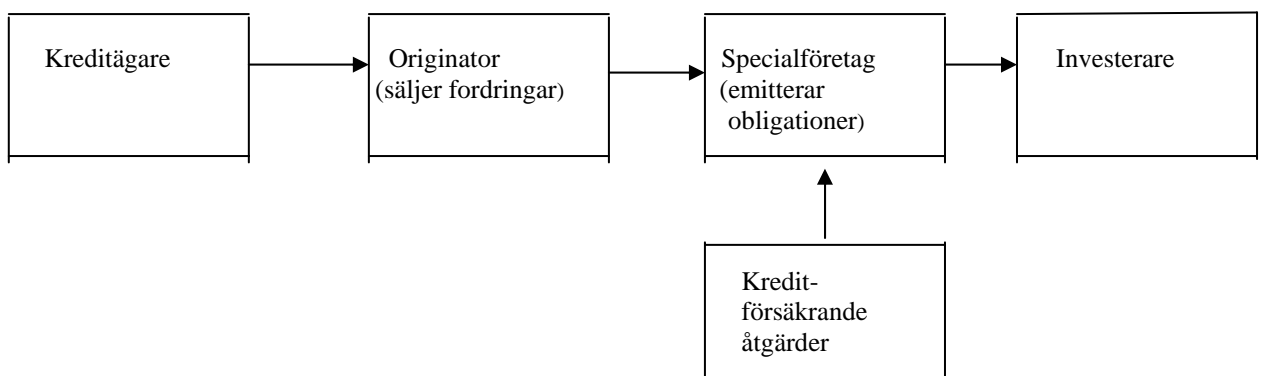
¹⁸ Se bilaga 1 angående de olika ratingskalorna

lägre rating innebär större risk, förväntar sig investerarna en högre avkastning på investeringen, vilket därmed driver upp kapitalkostnaden för originatorn. Det är därför av stor vikt att originatorn strukturerar sina tillgångar väl för uppnående av maximal utdelning av värdepapperiseringen. Ofta kräver investerarna att kreditvärdigheten hos specialföretaget förstärks genom någon form av kreditförsäkrande åtgärd, t.ex. att ett försäkringsbolag ställer garanti eller att originatorn tillhandahåller en efterställd¹⁹ tilläggsköpeskilling²⁰. Vid transaktioner i utlandet är det vanligt att en stiftelse utövar ägandet.

Oftast tar originatorn på sig administrationsuppgifterna för att bl.a. kunna bibehålla kundkontakterna med kredittagarna och blir då ett s.k. serviceföretag åt specialföretaget. Specialföretaget kan dock *outsoursa* sin administration till ett annat företag.

Värdepapperisering är en omständlig procedur varför det kan vara lämpligt med några figurer vilka illustrerar processen och grundstrukturen i en värdepapperisering.

Värdepapperiseringsprocessen²¹

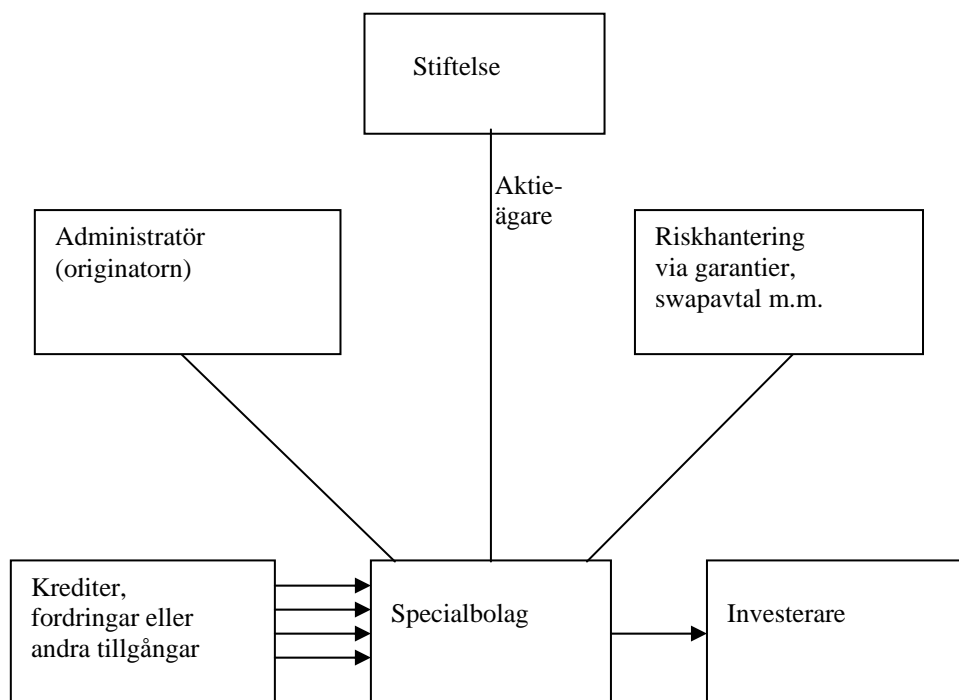


¹⁹ Med efterställd tilläggsköpeskilling menas att del av den köpeskilling som originatorn skall erhålla från specialföretaget för den överlåtna fordringsstocken kvarstår som fordran mot specialföretaget. Originatorn och specialföretaget träffar vidare avtal om att originatorns fordran vid obestånd skall ha rätt till betalning först sedan övriga borgenärer erhållit betalning.

²⁰ Prop. 2000/01:19 sid. 11.

²¹ Figuren är hämtad från prop. 2000/01:19 sid. 10

Grundstruktur i en värdepapperisering²²



2.3 Motiv för värdepapperisering

2.3.1 Historisk²³

Värdepapperisering är precis som mycket annat en metod/lösning som utvecklats till följd av kriser. Under 1980-talet tvingades bankerna att minska sina balansslutningar genom att sälja av krediter och andra tillgångar till andra aktörer och till SPV-bolag på grund av ökade kapitalkostnader. Anledningen var att den internationella skuldskrisen och de kreditförlusterna som denna medförde urholkade de internationellt verksamma bankernas balansräkningar (BR). På grund härav bestämde sig tillsynsmyndigheter världen över för att sammanverka i syfte att successivt skärpa kapitalkravet, baserad på ett system med riskvägd kapitaltäckning, för att på så vis förhindra bankväsendets kapitalbasis från att ytterligare eroderas. Detta medförde ett kraftigt ökat behov av nytt kapital hos bankerna vilket föranledde avsevärd ökade upplåningskostnader samtidigt som dessas intjäningsförmåga ifrågasattes. Situationen var såpass allvarlig att stora och välkända företag med hög kreditvärdighet kunde få billigare

²² Figuren är hämtad från Månsson – Andersson sid. 16

²³ Avsnittet 3-1 bygger huvudsakligen på Funered, sid. 33 ff.

kapital på marknaden än hos banken varför det för kredittagaren²⁴ saknades incitament att fortsatt anlita bankerna. Detta i kombination med bl.a. den snabba utvecklingen på den tekniska fronten lade grunden för framväxten av värdepapperiseringen.

Motivet för värdepapperisering är fortfarande att originatorn vill förändra sin tillgångsstruktur för att uppnå en rad fördelar; mer om dessa här nedan.

2.3.2 Fördelar med värdepapperisering

Fördelarna vilka kan uppnås genom värdepapperisering är många. De viktigaste redogörs här nedan.

2.3.2.1 Frigöra kapital

Värdepapperisering innebär försäljning av en del av företagets tillgångar, t.ex. en fordringsstock. Denna medför ökad likviditet vilket kan användas för att amortera av skulder så att soliditeten förbättras och därmed åstadkomms ett förbättrat nyckeltal. För en finansiell institution innebär det att dess kapitäläckningskrav minskar då skuldsidan lättar. Värdepapperiseringstransaktionen gör att balansomslutningen minskar genom att både tillgångssidan och skuld sidan minskar och detta innebär att finansieringen sker utanför den egna BR: n vilket skapar expansionsutrymme.

Värdepapperisering – Finansiering utanför den egna balansräkningen²⁵

1 – Hypoteksinstitut (före)				4 – Hypoteksinstitut (efter)			
villalån	100	Lån	90	Kassa	10	Lån	-
	100	EK	10		10	EK	10
			100				10
Soliditet 10%				Soliditet 100%			

2 – Specialbolaget			
Villalån	100	Obl. lån	100
	100	EK	-
			100

²⁴ Med kredittagaren menas här stora och välkända företag med stora kapitalbehov

²⁵ Figurerna är hämtade från Månsson – Andersson sid. 18

3 – Försäkringsbolag (investerare)

Obl. lån	100	Pens. skuld
----------	-----	-------------

2.3.2.2. Förbättrad riskhantering

Genom värdepapperiseringen kan originatorn göra sig av med tillgångar som denne inte önskar behålla av olika skäl och därmed förbättra sin riskhantering²⁶. Med hjälp av värdepapperiseringen kan icke finansiella företag minska sina finansiella risker i BR: n genom att finansiella fordringar värdepapperiseras och fokus ligger på den huvudsakliga verksamheten. Finansiella företag å sin sida kan använda sig av metoden för att avyttra vissa fordringar vilka har en riskexponering som avviker från de övriga fordringarna eller avser en viss kundkategori som inte omfattas av en affärsstrategi.

Värdepapperiseringen medför att kreditinstitut erhåller en bättre sammansatt kreditportfölj än som annars skulle ha varit möjligt²⁷. Dessutom anses riskkontrollen förbättras och riskmedvetandet öka²⁸. Investernas, dvs. de som gör sina placeringar i obligationer, möjligheter att göra riskbedömningar underlättas eftersom den aktuella fordringsstocken lyfts ut från företaget och överförs som SPV-bolagets enda tillgång som därmed blir föremål för en ingående analys av exempelvis ratingbolag. Detta får betydelse såväl för utländska som inhemska investerare då värdepapperiseringen erbjuder större och bättre möjligheter att placera kapital med en för ändamålet väl anpassad fordringsportfölj som säkerhet²⁹. Vidare kan riskdiversifiering uppnås, då en i BR: n överrepresenterad tillgång värdepapperiseras.

Riskhanteringen förbättras genom att kreditriskerna i ökad grad prissätts på marknaden genom handeln med obligationer. Eftersom SPV-bolagets verksamhet är begränsad till att huvudsakligen passivt förvalta de tillgångar som det förvärvat, underlättas riskbedömningen. Investerna kan komma att acceptera en lägre riskpremie tack vare den ökade transparensen, genomlysningen, i prissättningen av kreditrisker och detta kan bidra till att sänka kostnaden för lånefinansieringen på obligationsmarknaden. Lägre finansieringskostnader kan lättare uppnås av SPV-företaget än originatorn då företaget verksamhet är specialiserad.

²⁶ Prop. 2000/01:19 sid. 12

²⁷ Gregow, PM sid. 4

²⁸ Ibid.

²⁹ Ibid

2.3.2.3. Renodla verksamheten

Genom att finansieringen av kreditfordringsstockarna överlåtits till SPV-bolaget kan både finansiella och icke finansiella företag fokusera på sin kärnverksamhet, dvs. renodla sin verksamhet. Genom att finansieringen av kredit/fordringsstockarna överläts till SPV-bolaget skapas en direkt koppling mellan krediterna och dess finansiering.

2.3.2.4. Lägre inträdeskostnader för nya aktörer

Värdepapperiseringen kan underlätta inträdet på marknaden för de nya aktörerna då de inte behöver hålla ett lika stort eget kapital i verksamheten för de omsatta krediterna. Kreditstockarna behöver inte längre belasta BR: n med kapitaltäckningskrav som följd.

2.3.2.5. Bredande av investerarbasen

SPV-bolaget kan lättare nå och attrahera fler investerare än vad originatorn annars hade kunnat göra då de obligationer som bolaget emitterar har en väl genomlyst riskprofil. SPV-bolagets enkla struktur gör det lättare att vidta kreditförstärkande åtgärder såsom kreditförsäkringar.

2.3.2.6 Matchad finansiering

Då värdepapperiseringen baseras på en underliggande tillgångs kassaflöde, t.ex. hyresintäkter, räntor och amorteringar, uppnås en i det närmaste perfekt matchning mellan de förfallna obligationerna och de "intäkter" som strömmar in i "kassan".

2.3.3 Nackdelar med värdepapperisering

2.3.3.1. kostnadsaspekten

För att värdepapperisering skall vara en lönsam affär, krävs det ett värde motsvarande minst 500 miljoner kr. Detta belopp är dock ingenting som är statisk utan dynamisk, dvs. break-even nivån lär sjunka beroende på tillgångstyp som värdepapperiseras, den speciella situationen och även antalet värdepapperiseringstransaktioner som har kommit till stånd.

2.3.3.2. Legala risker

De rättsliga förutsättningarna har inte ansetts varit gynnsamma av huvudaktörerna³⁰. Lagstiftaren har dock vidtagit åtgärder för att hantera en del av denna problematik och därmed förbättra de rättsliga förutsättningarna för värdepapperisering. Detta kommer att diskuteras längre fram.

2.3.3.3 Moraliskt ansvar

Det har påståtts³¹ att överlåtaren kan känna sig moraliskt nödsakad att täcka eventuella förluster hos SPV-bolaget trots att någon rättslig skyldighet inte åligger denne. Detta kan ske exempelvis av hänsyn till sitt renommé.

2.3.2.4 Cherry-picking

Risken är inte allt för obetydlig att enbart de fordringarna med bästa kvalitet överlåts. I så fall sjunker kvalitén på överlåtarens övrigt fordringsinnehav respektive övriga tillgångar i företaget. För kreditinstitutenas del innebär det att de i realiteten kan komma undan lagens minimikrav på kapitaltäckning. Vad gäller icke finansiella företag försämras värdet av övriga tillgångar i företaget och detta kan innebära att företagets borgenärer får sämre skydd än vad som annars hade varit möjligt.

2.3.2.5. Försämrad ställning för gäldenärerna

Dessa kan få sin ställning försämrad avseende de överlåtna fordringarna om överlåtelsefrågan inte ägnas särskild uppmärksamhet. De kan exempelvis gå miste om vissa invändningsrättigheter

2.3.2.6. Branschglidningsproblematik

Det finns så väl fördel som nackdel med en allt för större branschglidning³². En allt för omfattande värdepapperisering kan påverka bankernas ställning

³⁰ Med huvud aktörerna menas här de som överlåter (originatorn) och de som förvärvar (SPV-bolaget) fordring/kreditstocken

³¹ Detta har framkommit bl.a. i Torkels PM angående de rättsliga förutsättningarna för att genomföra värdepapperisering i Sverige, sid. 4

³² Denna problematik skall dock inte behandlas i detta arbete för intresserade hänvisas till Funered, sid. 35 ff., Ds 1990:57 sid. 25 ff.

på kreditmarknaden och det finansiella systemet på ett sätt som är svårt att förutse³³

2.4 Finns det behov av värdepapperisering?

En fråga som bör ställas innan man går vidare och ta sig an frågorna om de rättsliga förutsättningarna för värdepapperisering är huruvida behovet av värdepapperisering de facto existerar.

För att finna ett meningsfullt svar på detta, får man först fästa avseende den finansiella marknaden och göra en historisk återblick vad gäller de svenska finansieringstraditionerna. Stora kontinentaleuropeiska företag, särskilt de tyska och franska, har traditionellt främst förlitat sig på bankfinansiering. De amerikanska och brittiska företagen har däremot använt sig mer av den privata kapitalmarknaden då dessa har sökt riskvilligt kapital³⁴. I Sverige har man tidigare gått på den tyska linjen men finansmarknaden anammar mer och mer den angloamerikanska metoden. Fördelen med den senare metoden är många då den bl.a. bidrar till uppnående av lägre riskpremie, lägre finansieringskostnad, riskspridning, frigörande av kapital, breddande av investerarsbasen. Detta skapar förhoppningsvis en bättre och en mindre friktionsfri penninggenomströmning och därmed en god betalningsförmedling.

De huvudsakliga nackdelarna med värdepapperisering hänger framförallt ihop med att värdepapperisering fortfarande är en relativt ny och oprövad finansieringsmetod i Sverige³⁵. Vidare råder det brist på advokater, revisorer, datakonsulter, finansiell rådgivare m.m. vilka har en adekvat teoretisk praktisk erfarenhet av värdepapperisering. Bristen på den egna erfarenheten kan leda till att man gärna använder sig av en utländsk standardmodell vid en värdepapperisering av en svensk tillgång, exempelvis en amerikansk sådan, vilket kan leda till att man stöter på många problem. Värdepapperisering är en dyr och tidskrävande process som paradoxalt nog måste genomföras med hög hastighet. För att värdepapperisering skall vara en lönsam affär bör den motsvara ett värde om minst ca 500 miljoner kronor.

³³ Torkel, PM sid. 5

³⁴ Nilsson, sid. 12 f

³⁵ Månsson, sid. 19

***Utlåning till svensk och utländsk allmänhet från bostadsinstitut,
objektsfördelad och av instituten för annans räkning förvaltade
lånestocker³⁶
Stockuppgifter vid slutet av respektive månad, mkr³⁷***

	Småhus	Flerbostads- hus	Affärs- och kontorshus	Bostads- rätter	Övriga	Totalt *	För annans räkning förvaltade lånestocker Totalt	Varav småhus
<u>2003</u>								
Jan	608 852	413 861	33 469	97 114	39 981	1193 276	23 123	22 113
Feb	613 859	414 523	33 963	98 723	40 084	1201 152	23 026	22 016
Mar	618 529	414 375	34 042	100 450	40 673	1208 069	22 960	21 950
Apr	624 712	415 231	34 172	102 849	40 324	1217 288	22 800	21 790
Maj	630 292	415 393	34 097	104 927	41 145	1225 854	22 192	21 182
Jun	637 500	415 108	33 806	107 341	40 500	1234 256	22 541	21 531
Jul 7)	643 355	406 364	33 814	108 894	41 096	1233 523	31 069	20 908
Aug	648 687	406 309	33 285	110 360	41 118	1239 760	31 244	21 107
Sep	654 646	406 235	33 315	111 968	40 171	1246 335	30 826	20 751
Okt	661 844	404 428	33 119	114 412	41 148	1254 952	29 365	19 904
Nov	666 493	402 438	32 919	116 297	41 898	1260 045	29 949	19 999
Dec	672 893	400 273	32 802	118 752	41 814	1266 535	28 313	18 427
<u>2004</u>								
Jan	677 364	399 054	32 553	120 422	41 481	1270 875	27 903	18 093
Feb	681 353	397 231	32 402	122 297	40 993	1274 276	28 130	18 239
Mar	687 036	395 844	31 185	124 464	40 498	1279 027	27 941	18 143

Exklusive dagslån och byggnadskrediter.

³⁶ En fullständig statistik återfinns att finna i Bilaga A

³⁷ Källa: http://www.scb.se/templates/Product___37260.asp

3. Rättsliga förutsättningarna för värdepapperisering i Sverige

3.1 Allmänt

Värdepapperisering baserad på svenska tillgångar i Sverige har tidigare varit ytterst få. Anledningen härför är inte att lagstiftningen per definition har förbjudit värdepapperisering av svenska tillgångar utan den innebar att det i de flesta fall har varit ekonomiskt oförmånligt att genomföra värdepapperisering i Sverige. Det sagda beror främst på följande tre rättsliga oklarheter, nämligen den skatte- bank- och civilrättsliga. De två första *har fått sin lösning* medan den sista kvarstår obehandlad. Nedan skall redogöras för den bank- och sakrättsliga aspekten. Den skatterättsliga behandlas dock separat i nästa avsnitt då detta är huvud ämne för föreliggande arbete.

3.2 Den bankrättsliga aspekten

En av de absolut främsta anledningarna till värdepapperisering är av finansiella skäl. Värdepapperisering är en form av off-balance finansiering som används för att frigöra kapital ur onödig och kostsam kapitalbindning för att på så vis få en högre omsättning på sitt kapital.

Enligt den internationella regeln är bankerna tvungna att ha täckning för det kapital som är utlånat. Livslängden på en lånefordran kan variera allt ifrån fem till fyrtio år. Kravet på kapitaltäckning för den samlade fordringsstock under denna tid innebär enorma kapitalbindningskostnader varför det är mycket lönsamt att värdepapperisera sina fordringsstockar. En förutsättning för att det sagda skall vara möjligt, får det bolag till vilken stockarna överläts, SPV-bolaget, inte träffas av kapitaltäckningskravet som bankerna. Specialföretagets förvärv av fordringar har dock under lång tid ansetts utgöra finansieringsverksamhet enligt lagen (1992:1610) om finansieringsverksamhet³⁸. Det i sin tur har inneburit att specialföretaget träffats av krav på kapitaltäckning för fordringar som företaget förvärvar.

³⁸ prop. 2000/01:19 sid. 1

Den kapitalkostnad som kravet för med sig har legat till grund för värdepapperiseringen via utlandet.

3.2.1 Lagen om finansierings verksamhet

En förutsättning för tillämpningen av lagen om finansieringsverksamhet är att den aktuella näringsverksamheten faller under begreppet finansieringsverksamhet³⁹. Om sådan är fallet krävs det tillstånd från Finansinspektionen för att driva finansieringsverksamheten. Detta innebär även att Finansinspektionen utövar tillsyn över företaget för vilket tillstånd medgivits. Vissa undantag från tillståndskravet räknas upp i 1 kap. 3 § samt i 2 kap. 9-10 §§ i lagen om finansieringsverksamhet. Som ovan nämnts *kan* ett aktiebolag eller en ekonomisk förening numera höra till undantagsgruppen om de i lagen angivna förutsättningar är uppfyllda. För erhållande av tillstånd, ställs krav främst på företagets organisation och finansiella förmåga.

Lagen om finansierings verksamhet korresponderar med lagen om kapitaltäcknings regler på det viset att de finansieringsverksamheterna vilka är tillståndspliktiga enligt lagen, träffas även av kapitaltäckningskravet. Det är således viktigt att man ser till motivet till kapitaltäckningsreglerna för att erhålla en adekvat förståelse för regelsystemet på det aktuella området.

3.2.2 Ändringen i lagen om finansieringsverksamhet

Här var en del av problemet att SPV-bolaget ansågs bedriva en tillståndspliktig verksamhet i enlighet med 1 kap. 3 § i lagen om finansierings verksamhet och blev därmed träffad av kapitaltäckningskravet. Det andra problemet var att originatorn (här kreditinstitut) fortfarande skulle träffas av kapitaltäckningskravet avseende de överlåtna fordringsstockarna om överlåtelsen inte skulle anses vara definitiv, dvs. om försäljningen skulle vara villkorad eller på annat sätt svävande eller att originatorn på något sätt skulle ha förpliktat sig att understödja SPV-bolaget ekonomiskt m.m. Ty det senare skulle ju innebära att originatorn i realiteten svarade för kreditförluster avseende de överlåtna fordringarna och att kreditrisken bars av denne.

³⁹ Begreppet finansieringsverksamhet i lagen om finansieringsverksamhet som näringsverksamhet som har till ändamål att lämna kredit, ställa garanti för kredit, förmedla kredit för konsumenter eller medverka till finansiering genom att förvärva fordringar eller upplåta lös egendom till nyttjande.

För att SPV-bolaget inte skall träffas av kapitaltäckningskravet, infördes ett undantag från 1 kap. 3 § i lagen om finansieringsverksamhet, genom ett tillägg i punkten 11⁴⁰.

3.2.3 Kapitaltäckningsreglerna

Kapitaltäckningskravet innebär att en viss del av kreditinstituts och värdepapperbolags tillgångar och åtaganden skall motsvaras av en s.k. kapitalbas bestående av eget kapital⁴¹. Kravet är avsett att skydda insättare och andra fordringsägare som dessa institut har⁴². Syftet med reglerna om kapitaltäckning är att skapa en buffert av kapital mot de risker som institutet tar på sig på sin balansräknings tillgångssida och på så vis möta kredit- och marknadsrisker i verksamheten⁴³. Graden av kapitaltäckning avgörs utifrån risken i tillgången då kapitalbasen skall stå i relation till de kreditrisker⁴⁴ som finns i tillgångarna och åtagandena samt till de marknadsrisker⁴⁵ som finns i institutets eller bolagets placeringar i finansiella instrument⁴⁶.

3.3 Den sakrättsliga aspekten

Ett annat hinder för värdepapperiseringen har varit den sakrättsliga problematiken. Vid överlåtelse av enkla skuldebrev tillämpas denuntiation och problemet är därmed ur världen i och med underrättelse sker till den gäldenären av det enkla skuldebrevet. Det förhåller sig dock på annat sätt vid överlåtelse av löpande skuldebrev.

I svensk rätt är traditionsprincipen den härskande principen avseende löpande skuldebrev. För att en överlåtelse av ett sådant brev skall kunna göras gällande mot överlåtarens borgenärer, krävs det att det löpande skuldebrevet har traderats till den nye ägaren/köparen. Kravet på tradition lär ha till syfte att motverka skentransaktioner.

I USA och England gäller det, för erhållande av sakrättsligt skydd till förvärvade fordringar, i stort sett avtalsprincipen och inte

⁴⁰ Tillstånd krävs inte om finansieringsverksamheten drivs av ett aktiebolag eller av en ekonomisk förening om verksamheten består i att vid enstaka tillfällen förvärva fordringar och medel för verksamheten inte löpande anskaffas från allmänheten.

⁴¹ Prop. 2000/01:19 sid. 16

⁴² Ds1998:71 sid. 37

⁴³ ibid.

⁴⁴ Med kreditrisk menas risken att motparten inte kan fullgöra sina åtaganden

⁴⁵ Med marknadsrisk menas risken för prisförändringar på aktie-, ränte- och valutamarknaderna

⁴⁶ Prop. 2000/01:19 sid. 16

traditionsprincipen⁴⁷. I amerikansk rätt är de obligationsrättsliga och sakrättsliga verkningarna kongruenta då det sakrättsliga skyddet uppstår i och med avtalet⁴⁸. På grund härav aktualiseras frågan om true sale, vilken i sammanhanget är av stor vikt vad gäller frågan huruvida ett köp är ett skenavtal i syfte att undandra kreditorer tillgångar⁴⁹. Genom rättspraxis har det utmyntats indikatorer när det inte skulle kunna vara fråga om en s.k. true sale. ”In structuring true sales, lawyers typically analyze the following issues.

- Degree to which the ”risk of loss” is transferred to the special purpose vehicle
- Degree of retention of benefits of ownership by the transferor
- Degree of post-transfer control over the transferred asset retained by the transferor
- Accounting treatment of the transfer on the transferor’s books
- Expressed intent of the parties”⁵⁰

3.3.1 De rättsliga förutsättningarna idag

Lagstiftaren har initierat ett antal utredningar för att se över de problem som är förenade med värdepapperiseringar och skapa bättre legala förutsättningar för SPV-bolagen. Syftet med det var att bl.a. eliminera denna konkurrensnackdel så att en del av de värdepapperiseringar av inhemska fordringar som annars hade genomförts i utlandet skulle genomföras i Sverige⁵¹. Ytterligare skäl var att utveckla den finansiella sektorn, att ge de finansiella instituten incitament att utveckla sin kompetens beträffande finansiella tjänster som tidigare erbjöds utomlands och underlätta ett deltagande på den internationella marknaden för värdepapperisering av tillgångar⁵². Utredningarna resulterade i ändringar som trädde i kraft i juni 2001, i lagen om skuldebrev och lagen om finansieringsverksamhet

3.3.2. Ändringen i lagen om skuldebrev

Tidigare krävdes besittningsövergång avseende löpande skuldebrev för att förhindra eventuella skentransaktioner eller liknande. Om tradition inte skedde kunde sakrättsligt skydd inte erhållas vid en eventuell konkurs eller utmätning hos originatorn. Den sakrättsliga problematiken som ovan

⁴⁷ Nydrén, SvJT

⁴⁸ Månsson sid. 91

⁴⁹ Ibid. sid. 91

⁵⁰ Ibid. sid.91

⁵¹ Prop. 2000/01:19 sid. 38

⁵² Ibid.

nämnts fick sin lösning genom att en lag ändring gjordes i 22⁵³ § 2 stycket i lagen om skuldebrev. Ändringen innebär att det undantag som tidigare gällde endast för banker numera är utvidgad att även omfatta kreditmarknadsföretag. Därmed torde kravet på tradition vara överspelad i den här aktuella aspekten.

⁵³ överlåtelse av löpande skuldebrev vare ej gällande mot överlåtarens borgenärer, med mindre den till vilken överlåtelsen skett fått handlingen i sin besittning (22 § st. 1 skuldebrevslagen)

Säljer bank eller värdepappersinstitut löpande skuldebrev, vare försäljningen gällande mot bankens eller värdepappersinstitutets borgenärer, ändå att skuldebrevet för förvaring kvarlämnats hos banken eller institutet (gamla stycke 2, före lagändringen i skuldebrevslagen).

Säljer bank, **kreditmarknadsföretag** eller värdepappersinstitut löpande skuldebrev, vare försäljningen gällande mot bankens, **kreditmarknadsföretagets** eller värdepappersinstitutets borgenärer, ändå att skuldebrevet för förvaring kvarlämnats hos banken, företaget eller institut (nya bestämmelsen efter lagändringen i 22 § st. 2 skuldebrevslagen).

4. Den svenska beskattningen av värdepapperisering

4.1 Den skatterättsliga aspekten

Trots att skatteskal inte torde ligga bakom värdepapperisering, är avsaknaden av en särskild reglering härom, vilken underlättar för värdepapperiseringen, ett faktum. Denna avsaknad har varit en av de avhållande faktorerna hos finansmarknaden från att genomföra processen i Sverige. Värdepapperiseringen har istället som tidigare nämnts skett via utlandet. Avsaknaden av den särskilda regleringen aktualiserar en rad hämmande skatteeffekter. De skatterättsliga frågeställningarna kring värdepapperisering har av lagstiftaren inte berörts överhuvudtaget trots att vissa lagstiftningsåtgärder har vidtagits på andra rättsliga områden. Nedan skall redogöras för den skattemässiga behandlingen av värdepapperisering i Sverige.

Att märka att denna redogörelse bygger på en hypotetisk beskattnings antagande om hur beskattningen av värdepapperisering i de olika leden hade gått till. Redogörelsen är således endast en tänkbar skatterättslig konsekvens vilka kan uppstå vid värdepapperisering baserade på svenska tillgångar genomförda i riket. Det är därför möjligt att det skattemässiga resultatet kan variera mycket beroende på den valda finansiella strukturen hos aktörerna och vad som är godtagbart hos skattemyndigheterna. Vidare tar denna framställning sikte endast på transaktioner vars skattemässiga effekter torde ha störst betydelse.

4.2 Försäljning/överföring

I samband med värdepapperiseringen lyfts en väldefinierad homogen tillgångsmassa från originatorn och överförs till SPV: et. En avgörande fråga för den skattemässiga bedömningen är hur överföringen skall klassificeras. Är den en definitiv överlåtelse eller någon slags säkerhetsöverlåtelse? Med andra ord är överlåtelsens karaktär av avgörande vikt.

4.2.1 Överlåtelsens karaktär

För att avgöra överlåtelsens karaktär, skall transaktionens egentliga innebörd utrönas. Det är då den civilrättsliga ägande- och överlåtelsebegreppet som utgör basen för den skatterättsliga bedömningen.⁵⁴ Detta innebär att SPV har erhållit full äganderätt till den tillgång som skall värdepapperiseras och att överlåtelsen är sakrättsligt giltig mot originatorns borgenärer så att dessa vid en eventuell konkurs inte skall kunna göra anspråk på den värdepapperiserade tillgången.

Vid av överlåtelsens karaktär tittar så väl skattedomstolarna som skattemyndigheterna även på den transaktionens ekonomiska innebörd och dess följd. Ett antal fall, främst sale-lease back transaktioner, har varit föremål för Regeringsrättens bedömning. Då denna typ transaktion är avgränsat i detta arbete, skall det inte diskuteras vidare.

4.2.2 Beskattning av överlåtelsen

Vid avyttring av fordringsstocken uppstår antingen vinst eller förlust vilket skall ingå i det beskattningsbara underlaget. Om värdet av den erhållna ersättningen överstiger tillgångarnas bokförda värden, uppstår det en vinst vilken skall tas upp till beskattning. Förhåller det sig på det motsatta viset, nämligen att förlust har uppstått då tillgångarna överlåtits till ett värde understigande det bokförda, är en skattemässig förlust för handen. Faktum är att tillgångarnas bokförda värden oftast understiger dess marknadsvärde varför det sällan kan bli tal om förlust. Avdragsrätten för förlusten förutsätter därför att försäljningen sker till ett marknadsmässigt värde och att överlåtelsen sker mellan två fristående parter, där det saknas något samband annat än den strikt affärsmässiga. Om så är fallet, blir skattekonsekvensen för originatorn att denne skall ta upp den uppkomna kapitalvinsten till beskattning enligt 41 kap. 1 § och 42 kap. 1 § IL. Beräkningen sker enligt 41: 12 1 st och 44 kap. 13 § IL. beskattningen sker i inkomstslaget näringsverksamhet, 13 kap. 1 § 1 st och 13 kap. 2 § IL.

⁵⁴ Bergström, Skatter och civilrätt, (akademisk avhandling) sid.142 – Regeringsrätten frångår sällan den civilrättsliga termens allmänna innebörd till förmån för den skatterättsliga så till vida den civilrättsliga fallen i transaktionerna i fråga inte var uppenbart konstruerade. Bergström påvisade det sagda i sin benämnda avhandling. Regeringsrätten har fortsatt att följa sin tidigare linje och manat till stor restriktivitet av fränkännande transaktioner dess civilrättsliga giltighet även i senare praxis, se bl.a. RÅ 1989 ref 62 I och II (ett fall om lease-back av fastighet), RÅ 1990 ref 101, 94 ref 56 och 94 not 486 (fall som rörde om ställningstagande ifråga utdelningsfonder och utdelningsbolag). För vidare läsning se Lodin m.fl., Inkomstskatt, sid. 574ff.

4.2.3 Uttagsbeskattning

Som redan nämnts tidigare torde det bakomliggande skälet med värdepapperisering finansiellt och inte uppnåendet av skattefördelar. Om originatorn hade överlåtit tillgångarna till ett skattemässigt restvärde, dvs. anskaffningsvärdet, istället för den marknadsmässiga som i fallet ovan, hade inte någon beskattningsbar vinst uppkommit. Detta innebär att tillgångarna hade realiserats till ett undervärde vilket inte är helt oantastligt, då uttagsbeskattning möjligtvis hade aktualiserats. För det fall skattemyndigheterna är av den meningen att tillgång har försålts till ett pris understigande marknadsvärdet, skall marknadsvärdet ändå användas som grund för beräkning av den skattepliktiga vinsten, 22 kap. 3 och 7 §§ IL, och SPV får då marknadsvärdet som anskaffningskostnad. Sådan är dock ej fallet per definition oavsett anledningen till underprisöverlåtelsen, ty en överlåtelse till en fristående part anses i regel ha skett till marknadspris. Den som avgör vad som är *rätt pris* är varken skattemyndigheterna eller domstolarna utan det är de ifrån varandra fristående aktörerna på marknaden. Om en sådan aktör, dvs. köparen, är villig att betala ett visst pris och säljaren accepterar det för att denne rent av anser att erbjudandet är det bästa han kan få, torde inte någon annan ha mycket att orda om, 23 kap, 2 § p3 IL.

På grund av avsaknaden av vinstsyfte hos originatorn, i samband med värdepapperiseringen, överlåts tillgången till SPV: et till det skattemässiga värdet. De som sker är *mycket förenkla tuttryckt* att fordringarna lyfts från överlåtarens balansräkning till SPV. Det uppstår ju inte någon vinst, bortsett från räntan och övriga eventuella intäkter i form av avgifter och dylikt varför originatorn troligtvis överlåter tillgången till anskaffningsvärdet.

Anledningen för realisationen är ju *egentligen* inte några skattemässiga utan självaste grundtanken med värdepapperiseringen. Den genomförs som tidigare nämnts bl.a. för att öka omsättningshastigheten genom att göra av allt för balansräkningen tyngande fordringsstockar som kräver höga kapitalkostnader genom att originatorn träffas av kapitaltäckningskravet. SPV: et är av förståliga skäl inte villigt att betala en marknadsmässig pirs. Detta beror på bl.a. på att det mellanskillnadsvärde, s.k. overcollateralization som erhålls genom att det skattemässiga priset subtraheras från marknadspriset används som kreditförstärkning för att till exempel. investerarna skall finna obligationerna attraktiva. Obligationerna emitteras till motsvarande värde det skattemässiga restvärdet.

Frågan är nu om originatorn kommer att vara föremål för uttagsbeskattning. För att besvara frågan bör det iaktas vilka möjligheter det finns då uttagsbeskattning kan underlåtas. Före lagändringen 1998 kunde enligt då gällande bestämmelsen i 22 § 1 anvisningspunkten KL uttagsbeskattning underlåtas om *särskilda skäl* förelåg. Då bestämmelsen i fråga var mycket kortfattad och inte gav den närmare innebörden av *särskilda skäl*, utvecklades betydelsen i praxis. Det mest betydelsefulla fallet avgjordes i

plenum, RÅ 1992 ref 56 (Sipano-målet). Numera finns mycket av det som har fastslagits i praxis kodifierad i lag, i 23 kap. *främst* i 23 kap. 14-29 §§ IL. Trots kodifieringen är det av vikt att ha kännedom om den praxis som tidigare gällde, då den har betydelse för förståelsen; den kan sammanfattas som följer⁵⁵

I.– om överlåtelsen görs av organisatoriska skäl,

II – om det råder ett starkt ägarsamband mellan parterna,

III – om försäljningen ej innebar att tillgångarna lämnar den dubbelbeskattade sektorn, t.ex. till en lindrigare beskattad sektor eller liknande,

IV – om tillgångarna inte ändrade karaktär från omsättningstillgångar till anläggningstillgångar och

V – om det ej uppkommer någon otillbörlig skatteförmån.

Värdepapperiseringen genomförs ju inte av organisatoriska skäl (I). Det får inte råda något ägarsamband mellan SPV och originatorn (II). Här bortses från fallet då originatorn faktiskt förvärvar de av SPV utfärdade obligationerna, givet att det inte råder några restriktioner härom. Det är dock en annan fråga som inte skall behandlas här. Försäljningen torde inte lämna den dubbelbeskattade sfären (III), så till vida tillgångarna inte lämnar Sverige obeskattade till ett lågskatteland, *skatteparadis*. Då värdepapperiseringen förutsätts ske i Sverige, torde denna fråga ej aktualiseras. Tillgångarna som värdepapperiseras har hos originatorn varit omsättningstillgångar, *fordringar*, och osäkerhet råder således hur dessa kommer att vara klassificerade hos SPV: et (IV). Avslutningsvis fall (V); strukturen kan vid första anblick te sig skapa skattemässiga fördelar och därmed uppkommer en otillbörlig skatteförmån. En bör dock se *bortom det där*, nämligen att det för originatorn saknas skäl att vilja gynna SPV, det finns inget ägarsamband. Detta innebär att det inte finns några möjligheter för parterna att *trolla bort* skatten genom att exempelvis utnyttja möjligheterna till underskottsavdrag, slussande av koncernbidrag m.m. SPV är ett nytt bildat bolag som antagligen saknar underskott och kravet för att koncernbidrag skall lämnas är inte uppfyllt, se 35 kap. 1-3 §§ IL.

Enligt 22 kap. 3 § IL och dess motsvarande bestämmelse 23 kap. 3 § IL kan en överlåtelse av tillgångar ske under marknadspriset trots att förutsättningarna för tillämpningen av underprisöverlåtelsereglerne i 23 kapitlet IL ej föreligger, givet att underprissättningen är *affärsmässigt motiverad*. Vad som är affärsmässigt motiverad anges inte i lagtexten, men vägledning *torde* kunna erhållas av ovanstående sammanfattning av praxis, åtminstone punkterna I & II.

⁵⁵ Wiman, Beskattning av företagsgrupper, sid.121f., se även Månsson m.fl., Värdepapperisering, sid. 103.

Sammantaget kan det anses att överlåtelsen är affärsmässigt motiverad då värdepapperiseringen görs som redan redogjorts av andra skäl än skattemässiga grundade på affärsmässighet. Det skall dock påpekas att saken inte torde vara glasklart. Risken är emellertid att saken ej godtas, varken av skattemyndigheterna eller av skattedomstolarna, ty saken har ej varit föremål för prövning tidigare varför risken att den ej gills torde anses vara överhängande. Konsekvens av det sagda är då att originatorn kan vara föremål för uttagsbeskattning trots avsaknaden av intentioner om otillbörliga skatteplaneringar. Risken för uttagsbeskattningen kan medföra att SPV tvingas att erlägga tilläggsköpeskilling med beskattat medel vilket är en icke önskvärd belastning för SPV.⁵⁶

4.2.4 Mervärdesskatt

Vid en värdepapperiseringstransaktion är det viktigt att beakta om överlåtelsen av tillgångarna kan leda till mervärdesskatteplikt. Huvudregeln är att mervärdesskatt skall betalas till staten vid omsättning av varor eller tjänster som är skattepliktig och görs i en yrkesmässig verksamhet, 1 kap. 1 § ML. Moms skall även erläggas vid skattepliktiga gemenskapsinterna förvärv och vid import. Skyldigheten att erlägga mervärdesskatt grundar sig på omsättningen vars definition ges i 2 kap. 1 § ML. Detta innebär att överlåtelse i samband med värdepapperisering faller under bestämmelsen. Då förutsättningarna enligt huvudregeln, för tillämpningen av lagen, är uppfyllda, är originatorn skyldig att erlägga mervärdesskatt. Undantag härifrån finns dock i 3 kap. 9 § ML.

Enligt 3 kap. 9 § 1 st ML undantas omsättning av bank- och finansieringstjänster samt omsättning som utgör värdepappershandel eller därmed jämförlig verksamhet från skatteplikt. Undantag från undantaget råder, 2 st, avseende notarieverksamhet, inkassotjänster, administrativa tjänster berörande factoring eller uthyrning av förvaringsutrymmen. Vad som menas med värdepappershandel framgår av 3 st.

Undantaget för finansiella tjänster (3 kap. 9 § ML) motsvaras av artikel 13 B (a)(d) i EG: s sjätte mervärdesskattedirektiv (77/388/EEG) (sjätte direktivet). Direktivet är bindande för Sverige sedan inträdet i EU 1995. Vidare har direktivet direkt effekt vilket har fastslagits av EG-domstolen i ett antal avgöranden⁵⁷.

⁵⁶ Ibid

⁵⁷ Se bl.a. Becker v Finanzamt Münster-Innenstadt, mål 8/81 (1982) ECR 53, Grendel GmbH v Finanzamt für Körperschaften in Hamburg, mål 255/81 (1982) ECR 2301, Sparekassernes Datacenter v Skatteministeriet, mål C-2/95 och Van Duyn v Home Office, mål 41/74 (1974) ECR 1337.

Undantaget i 3 kap. 9 § ML omfattar bl.a. räntor, avgifter och provisioner inom bank- och finansieringsföretagens kontorsrörelse som har samband med in- och utlåning, betalningsförmedling och kreditförmedling.⁵⁸

För att avgöra om överlåtelsen omfattas av undantaget i 3 kap.9 § ML, får en närmare syn göras på transaktionens karaktär. Det som egentligen sker vid överlåtelsen är att originatorn omsätter fordringarna, bostadslånen. Regeringsrätten har i ett överklagat fall⁵⁹ från RSV funnit att en banks tjänster vid omsättning av lån och övertagande av krediter för vilka ett kreditmarkandsbolag var kreditgivare utgjorde kreditförmedling. Kreditförmedling är som nämnt ovan undantagen från mervärdesskatteplikt. Överlåtelsen torde därför ej vara mervärdesskattespliktig. Saken är dock långt från glasklart då stöd för denna slutsats ej uttrycks i lag.

4.2.4.1. Service och serviceavgifter

Det är vanligt förekommande utomlands att originatorn påtar sig uppgiften som servicer för de värdepapperiserade tillgångarna. SPV: et debiteras för dessa tjänster. Originatorn tar på sig denna tjänst av två skäl.

Den första är att fortsatt bibehålla kontakten med kunden. Detta är affärsstrategiskt viktigt då originatorn har en bättre kännedom om kunden och kan därför lättast hantera alla tänkbara frågor som kan dyka upp och eventuellt skraddarsy vissa önskade lösningar. Vidare kan originatorn vårda sitt varumärke genom att bygga en långsiktig kundrelation och på så vis skapa lojalitet hos kunden så att denne fortsatt anlitar originatorn för sin konsumtion av diverse kredittjänster.

Den andra anledningen är att originatorn tar hem en del av vinsten (vinsthemtagning) genom pålägg i debiteringen. Som tidigare nämnts finns det ett övervärde hos den tillgång som värdepapperiseras och vilket används som kreditförstärkning bl.a. för befarade förluster. För det fall denna förstärkning inte behöver komma till bruk, skall i alla fall en del av vinsten återföras till originatorn. För att då inte utlösa beskattningseffekt, kan denna vinst inbakas i debiteringen och återföringen kan ske på så vis. Denna konstellation är dock inte helt problemfri. Till och börja med kan avgiftens marknadsmässighet ifrågasättas. Ett pris anses i regel vara marknadsmässig om en fristående aktör på den fria marknaden kan tänka sig erlagga det, dvs. om ersättningen är marknadsmässig. Det torde inte vara fallet här. Denna slutsats i sig aktualiserar en annan fråga, nämligen SPV-bolagets självständighet i förhållande till originatorn. Det är ett absolut krav att SPV: et är ett självständigt bolag och att originatorn inte har ett sådant otillbörligt band till SPV-bolaget. Risken är annars att originatorn inte kan undgå kapitaltäckningskravet.⁶⁰

⁵⁸ Skatteverket, Handledning för mervärdesskatt 2004, sid.777.

⁵⁹ RÅ 1998 not. 111

⁶⁰ Gregow för ett liknande resonemang i sin PM, sid. 11.

Den ersättning som originatorn uppbär för sina tjänster är en skattepliktig intäkt, men frågan är om den utförda tjänsten är mervärdesskattepliktig eller om undantag från skatteplikt kan föreligga enligt 3 kap. 9 § ML. En förutsättning för undantagets tillämpning är att tjänsten betraktas som finansieringstjänst i ett mervärdesskattehänseende. Skatterättsnämnden ansåg i ett förhandsbesked (1997-11-13) med hänvisning bl.a. till ett avgörande⁶¹ från EG-domstolen att tjänster som innefattar transfereringar av medel mellan betalare och mottagare samt service som tillhandahålls i anslutning till härtill utgör en sådan banktjänst som omfattas av undantaget. Uppdragsfaktureringar ansågs däremot inte innefattas i undantaget. Fallet⁶² överklagades och Regeringsrätten gav stöd för Skatterättsnämndens linje. Vidare skall mervärdesskatt bäras av slutkonsumenten och SPV-bolaget torde inte anses vara det. Sammantaget talar det anförda att mervärdesskatt inte borde utgå.

4.3 Vinsthemtagning

Ovan har det nämnts att serviceavgifter kan användas för vinsthemtagning. Andra tänkbara metoder är tilläggsköpeskilling, strukturkostnader, förlagslån, swapping och vinstandelslån. Då dessa har behandlats utförligt i ett tidigare arbete⁶³, är de inte föremål för vidare diskussion i denna framställning.

⁶¹ Sparekassernes Datacenter v Skatteministeriet, mål C-2/95

⁶² RÅ 1999 not. 46. Stöd för liknande resonemang torde sparas i ett tidigare fall, RÅ 1996 not. 243. Se även Hultqvist, Moms och finansiella tjänster, sid. 135ff.

⁶³ Olsson, m.fl., Värdepapperiseringen - ur ett skatterätligt perspektiv, sid. 46ff.

5. Introduktion till den italienska värdepapperiseingen

5.1 Allmänt

Den lag som reglerar värdepapperisering baserade på italienska tillgångar i Italien är benämnd Law No. 130 of 30 April 1999 (Lag 130/99). Lagen publicerades i den ”officiella tidningen”, the Official Gazette of the Republic of Italy den 14 maj 1999. Lag 130/99 är tillämplig på värdepapperisering generellt, förutsatt att en verklig försäljning s.k. *true sale* sker vid överlåtelsen från originatorn till SPV. Före tillkomsten av den benämnda lagen var all värdepapperisering i Italien tvungen att ske via icke italienskt SPV på grund av en rad rättsliga oklarheter och restriktioner.⁶⁴ Avseende restriktionerna kan följande två nämnas. Den första är att italienska företag var förlagda med restriktioner från att emittera fordringar som översteg deras eget kapital och den andra var att alla räntor som betalas (räntebetalningar) från italienska företag till investerare utanför Italien träffades av källskatt (withholding tax).⁶⁵

Sedan Law 130/99 har trätt i kraft har värdepapperisering baserade på italienska tillgångar utfört i Italien ökat signifikant. Värdepapperiseringsmarkanden i Italien är den näst största i Europa efter Storbritannien.⁶⁶ Under 1999 värdepapperiserades tillgångarna värde sex miljarder euro (€), år 2000 åtta miljarder € och år 2001 30 miljarder €⁶⁷ Samtliga värdepapperiseringar är fullbordade med stöd av Law 130/99. Före ikraftträdandet av den benämnda lagen var värdet av de värdepapperiserade tillgångarna baserade på underliggande italienska tillgångar vilka genomfördes via utlandet översteg ej mer än två miljarder per år.⁶⁸

⁶⁴ Esposito, Paolo., Securitization, IFLR April 1998 p. 43, Giampieri, Alberto. & Nardulli, Giovanni., Securitization, IFLR March 2000 P. 31.

⁶⁵ Freshfields Bruckhaus Deringer, Italien Securitisation, June 2001, Flora, Paola m.fl., The Italian Law on Securitization Transactions: Accounting and Tax Issues, European Taxation p.429

⁶⁶ Andrioli, Simonetta. & Dezzani Luca., Synthetic Securitization: A Growing Funding Technique, IFLR p. 83.

⁶⁷ Freshfields Bruckhaus Deringer, Securitisation in Italy, June 2002 p.1.

⁶⁸ Freshfields Bruckhaus Deringer, Italian securitisation, June 2001 p.1.

5.1.1. En generell översikt över Law 130/99

Lag 130/99 består av sju artiklar (bestämmelser). Artikel 1 anger ramen, dvs. vidden för lagens tillämpning. I artikel 2 anges bland annat hur värdepapperiseringstransaktionen skall gå till, att den måste vara utförd baserad på en promemoria om erbjudande vars utformning är väl reglerade i bestämmelsen. Artikel 3 reglerar de företag eller verksamhet som kan vara involverade i värdepapperiseringstransaktion i egenskap av emitterande. Villkoren som gäller för att de värdepapperiserade tillgångarna skall vara gällande bl.a. mot originatorns borgenärer uppges i artikel 4. Bestämmelsen ersätter, i värdepapperiserings hänseende, kravet på denunciation. Artikel 5 röjer undan ett av de svåra rättsliga hindren som har förhindrat möjligheten för värdepapperiseringen, nämligen debt/equity ratio kravet. I och med denna bestämmelse slipper utfärdaren av obligationerna (SPV eller liknande) uppfylla kapitaltäckningskravet. Näst sista artikeln, art. 6, reglerar ett annat särskilt väsentligt problem, skatte- och redovisningsspörsmål. I sista bestämmelsen, art. 7, fastslås att art. 1-6 kan tillämpas på värdepapperisering baserade på lån vilket överlåtits från den som utfärdar obligationerna, i det här fallet SPV, till originatorn. Detta gäller under förutsättning att transaktionen inte strider mot övriga gällande italienska lagar. De lån som sedermera blir föremål hos originatorn har alltså lånats från SPV eller liknande. Medlet som SPV eller liknande överlåter skall enligt art. 7 ha fonderats genom utfärdande av obligationer.

5.2 Tillgångar som kan vara föremål för värdepapperisering

Alla typer av tillgångar kan i praktiskt taget vara föremål för värdepapperisering om dessa har en förutsägbar framtida och existerande avkastning samt ett stabilt betalningsflöde.⁶⁹ Lagen, Lag 130/99, torde ge en klar öppning avseende de slags tillgångar som kan komma i fråga för värdepapperisering då den inte utesluter några tillgångar. Vidare krävs det givetvis att tillgångarna är identifierbara som en homogen tillgångsmassa (individuabili in blocco) utifrån ett objektivt och i förväg bestämd kriterium. Då överlåtelse av framtida intäkter påverkar tredje person, beroende på att tjänsten inte är utnyttjad eller konsumerad av motparten ännu, är värdepapperiseringen strukturerad på följande vis. Avtalet om försäljningen av fordran till SPV förlängs automatisk allt eftersom en fordran på den vars tillgång värdepapperiseras uppstår hos originatorn.^{70 71}

⁶⁹ Freshfields Bruckhaus Deringer, Securitisation in Italy, p.5, June 2002.

⁷⁰ Flora, Paola m.fl., The Italian Law on Securitization Transactions: Accounting and Tax Issues, European Taxation p.430

5.3 Originatorn

I lagen görs det inga restriktioner avseende originatorns identitet. Detta innebär att denne kan vara en enskild individ, ett handelsbolag, ett aktiebolag eller ett statligt ägt bolag som bedrivs i form av bank, finansinstitut eller annan näringsverksamhet⁷²

5.4 Överlåtelsen av fordringarna

Överlåtelsen av fordringarna från originatorn till SPV i enlighet med Lag 130/99 regleras i artikel 58(2)(3)(4) Legislative Decree No. 385 of 1 September 1993 (the Consolidated Banking Act). Genom att originatorn kungör överlåtelsen i the Italian Official Gazette, slipper denne denuntiera gäldenärerna vars fordringar överläts och originatorns borgenärer⁷³. Från och med det datum då kungörelsen publicerats i den benämnda officiella tidningen, görs avtalet gällande mot samtliga tänkbara parter, dvs. gäldenärerna, borgenärerna, eventuella konkurs förrättare m.m. vilka inte har gjort några invändningar och därmed initierat rättslig process. Vidare innebär förfarandet med kungörelsen att några särskilda registreringar avseende överlåtelsen inte behöver göras för att bl.a. erhålla sakrättsligt skydd. Förenklingen av förfarandet har genomslag även vad gäller inskrivning av förvärvet (lagfart)^{74 75}.

⁷¹ Den värdepapperisering som avses här är ABS, dvs. värdepapperisering som är baserad på icke fasta tillgångar och avser således ej MBS, dvs. värdepapperisering baserad på fasta tillgångar vilken är föremål för uppsatsen.

⁷² Ib Flora, Paola m.fl., The Italian Law on Securitization Transactions: Accounting and Tax Issues, European Taxation, p.429, Freshfields Bruckhaus Deringer, Securitisation in Italy, p.6, June 2002

⁷³ I svensk rätt behöver denuntiation inte ske i de fallen fordringarna, skuldebrev är löpande, 11 och 13 §§ SkbrL och underrättelse aktualiseras således enbart vid överlåtelse av enkla skuldebrev, 31 § 1 st SkbrL.

⁷⁴ Se 20 § 1 st JB angående lagfart i Sverige

⁷⁵ Detta är skärkt viktigt dels då det skulle vara enormt kostsamt rent administrativt att ansöka om lagfart för varje förvärv dels då stämpelskatt skulle erläggas på förvärvet i fråga. Enligt 8 § 2 lagen om stämpelskatt är stämpelskatten i Sverige är 1,5 % den italienska stämpelskatten (registration tax) är 2 % och ytterligare skatt om 0,5 % på nominal beloppet av fordringarna kan tillkomma i vissa fall.

5.5 Det italienska SPV:et

SPV, till vilket fordringarna överläts, är enligt lag föremål för vissa särskilda krav. Syftet med SPV måste uteslutande vara genomförande av värdepapperisering. Det finns inga begränsningar vad gäller antalet fordringsstockar som kan värdepapperiseras, dvs. SPV kan inneha en eller flera portföljer, single- or multi portofolio SPV. I lagen anges inte direkt den företagsform som SPV skall bedrivas i. I artikel 3⁷⁶ (3) Lag 130/99 anges det dock att det krävs en juridisk person för att SPV skall uppfylla det särskilda kravet hos Bank of Italy.⁷⁷ Vidare måste det vara registrerad som finansiell institut (financial intermediary) och införd ett speciellt register, som förs av Bank of Italy, financial company.

5.6 Obligationerna och dess innehavare

Obligationerna vilka emitteras från SPV är specifikt avsedda för värdepapperisering och regleras enbart av Lag 130/99. Detta innebär att det sker en klassifikation av obligationer, obligationer (obbligazioni) i allmänhet å ena sidan och obligationer i ett värdepapperiseringssammanhang var vid dessa är avsedda att emitteras från SPV. Effekten som uppnås med denna uppdelning är att SPV inte behöver erhålla samtycke från obligationsinnehavarna, *aktieägarna*, vid emittering av nya obligationer och ej heller följa artikel 2410 of the Italien Civil Code.⁷⁸ Detta innebär att något slags kapitaltäckningskrav inte behöver vara uppfyllt då de här avsedda obligationerna har tilländamål att vara finansiella instrument i syfte att användas vid värdepapperisering.

Obligationeninnehavarna är skyddade av två grundläggande principer som framgår av Lag 130/99, nämligen principen om destination (the principle of destination), artikel 1(1)(b) och principen om segregation, artikel 3(2) (the principle of segregation).

Enligt principen om destination skall de inbetalningar som inflyter från gäldenärerna vars fordringar överlåtits till SPV måste användas exklusivt för

⁷⁶ Law 130/99 återfinns i bilaga C

⁷⁷ Flora, Paola m.fl. p. 430, menar dock att det är möjligt att bilda SPV som joint-stock company (società per azioni – S.p.a), som kommanditbolag med begränsat ansvar (società in accomandita per azioni – S.a.p.a) eller som ett ”aktiebolag” (limited liability company) (società a responsabilità limitata – S.r.l). För bildandet av S.p.a och S.a.p.a krävs kapital om minst 100 000 EUR och för S.r.l ett kapital om minst 10 000 EUR. Författarna menar att inga andra företagsformer förutom de härom angivna är tillåtna, särskild inte handelsbolag.

⁷⁸ Enligt artikel 2410 of the Italian Civil Code får företag ej emittera obligationer till belopp överstigande det inbetalda aktiekapitalet eller netto tillgången i det aktuella företaget beroende på dess verksamhetsart.

att lösa de emitterade obligationerna vilka förfaller till betalning och finansiera transaktionskostnader vilka uppstår vid värdepapperisering. Denna princip lägger för SPV hinder från att använda betalningsströmmarna i ett spekulativt syfte.⁷⁹

Enligt principen om segregation skall varje fordringsstock, som hör till en och samma transaktion, vara åtskild såväl från företagets övriga tillgångar som från andra transaktioner. Vidare är det endast obligationsinnehavarna till varje segregerad fordringsstock (*patrimonio separato*), dvs. de vars köpeskilling använts för att finansiera förvärvet av fordringarna, som har rätt till tillgångarna. Övriga aktörer så som originatorns borgenärer äger således ingen som helst rätt. Vid en eventuell insolvens av SPV där frågan om återföring till konkursboet aktualiseras, är det enbart obligationsinnehavarna vars inbetalning använts för att finansiera just de specifika/relevanta fordringar och vissa kreditgivare som har varit finansiellt involverade vid värdepapperiseringen av de relevanta tillgångarna, som har rätt till tillgångarna i fråga⁸⁰. Tillgången är alltså knuten till en viss transaktion och är inte tillgänglig till övriga obligationsinnehavare som har köpt skuldebrev avsedda att finansiera en annan värdepapperiserings transaktion eller till SPV övriga borgenärer⁸¹, dvs. kredit givare, försäkringsbolag m.m. Paola m. fl.⁸² understyrker stadgans (artikel 3(2)) styrka i en konkurs situation och menar på att den är särskild viktig i de fallen SPV består av *multi-portofolio* och utfärdar obligationer i flera omgångar, dvs. värdepapperiserar vid fler än ett tillfälle.

Detta innebär att det vilar någon slags separationsrätt avseende varje tillgångsgrupp och att varje relevant borgenärsgroup äger sakrätt och behöver därmed inte riskera får sin tillgång indragen och beblandad i konkursboet. Att märka är att separationsrätten inte avser blott mot externa borgenärer utan även mot ”medborgenärer” om dessa inte hör till samma transaktionsgrupp. Ansvar och likaså hävdningsrätten är därför begränsat till den egna gruppen och något solidariskt ansvar, i den bemärkelsen att företagets tillgång ses som en enda tillgångsmassa, är det inte tal om. Varje värdepapperiserings transaktion är sakrättsligt skyddad var för sig och svarar för eventuella förlust inom gruppen självständigt.

5.7 Redovisnings frågor

I Lag 130/99 anges inte några uttömmande regleringar rörande redovisningsfrågor, men i artikel 6(3) uppges det att eventuella förluster vilka har uppstått hos originatorn i samband med värdepapperisering,

⁷⁹ Flora, Paola m.fl., p. 430

⁸⁰ Ibid.

⁸¹ Ibid.

⁸² Se föregående not

förutsatt att avtalet här om har slutits inom två år från det att lagen trätt i kraft, kan tas upp i bokslutet.

Dessa förluster kan tas upp i resultaträkningen, fördelade lika, till varje redovisningsperiod vid vilken förlusterna var bokförda först och nästföljande fyra räkenskapsperiod. Då lagen trädde i kraft år 1999, innebär det att avdragsmöjligheterna till nämnda förluster sträckte sig till och med år 2004 för de först genomförda värdepapperiseringar. För övrigt ges det varken några riktlinjer eller hänvisningar till annars tillämpliga redovisningsregler. För det fall de sedvanliga redovisningsreglerna tillämpas här, måste en åtskillnad göras mellan verkliga överlåtelse, s.k. true sale (pro soluto transfers), och överlåtelse med återköpsrätt, dvs. någon slags sale-and leaseback (pro solvendo transfers). Vilken klassificering överlåtelsen får, har avgörande betydelse för hur saken kommer att behandlas redovisningsmässigt.

5.7.1 Verklig överlåtelse (true sale)

Vid en verklig överlåtelse övergår risken för eventuella dåliga affärer i form av betalningsinställelse (default) el. dyl. på köparen helt och hållet. Enligt den italienska generellt accepterade principen (the Italian GAAP) gäller det att överlåtelse av fordringar där risken för betalningsinställelse är överförd på förvärvaren och där det saknas villkor om återköp, att de överlåtna fordringarna skall föras ur från överlåtarens balansräkning.⁸³ Vid de fallen överlåtelseavtalet innefattar villkor om att risken för eventuella betalningsinställelse är delad avtalsparterna emellan, skall den aggregerade summan av risken vilken bars av förvärvaren måste föras in i bokföringen för redovisning (conti d'ordine)⁸⁴. Vidare måste säljaren ta upp vinsten eller förlusten i sin redovisning. Consobs (the Italian Security Commission) reglering No. 97003369 of April 9 1997 klargjorde dock att originatorn inte behöver föra någon redovisning om konkursrisker i samband med transaktionen om överlåtelse av fordringar vid värdepapperiseringen, om priset på de överlåtna fordringarna beror på den underliggande kreditstocken.⁸⁵ Detta sagda gäller dock underförutsättning att konkursrisken är begränsad till de värdepapperiserade fordringarna och de därunder subordinerade lån. Consob menar således, givet de härom omständigheterna, att avsteg kan göras av tillämpliga redovisningsprinciper i värdepapperiserings sammanhang. Detta är egentligen inget märkvärdigt vid ett närmare seende på saken. Risken som är behäftade med affären, främst risken för betalningsinställelse är redan inräknad i det pris som SPV skall erlägga till originatorn vilken tas upp i resultaträkningen och senare i balansräkningen. Frågan som återstår är därför om inbetalningen som erhålls borde tas upp i redovisningen samma år som avyttringen sker, dvs. då

⁸³ Flora, Paola m.fl., p. 431

⁸⁴ Ibid.

⁸⁵ Ibid, p. 432

affären genomförs eller om periodisering av intäkten borde ske. Enligt min mening bör intäkten periodiseras, i de fallen där risken är delad, över de underliggande fordringarnas livstid.

5.7.2 Överlåtelse med möjligheten till återköp (cessione pro solvendo)

Vid överlåtelse med möjligheten till återköp, kan redovisningen ske på två olika sätt. Det första sättet är att överlåtelsen behandlas som en definitiv sådan vilket innebär att den överlåtna tillgången i fråga förs ur balansräkningen och att intäkten reducerat med anskaffningskostnaden redovisas i bokföringen.

Det andra sättet är att det inte sker några förändringar i balansräkningen, dvs. att de överlåtna fordringarna behålls i balansräkningen och den inbetalning som erhållits från SPV behandlas som lån. Konstellationen är lik den vid säkerhetsöverlåtelse eftersom originatorn erhåller lån med den underliggande fordringsstocken som säkerhet.

Den här typen av finansiering torde dock inte vara vanligt i värdepapperiserings sammanhang. Enligt min mening rubbas hela andemeningen med värdepapperisering. Detta, inte minst, då några lättnader av kapitaltäckningsregler vilka torde vara internationella inte uppnås. Vidare kvarstår risken att sakrättsligt skydd ej uppnås eftersom de belånade fordringarna fortfarande besitts av originatorn.

5.7.3 Den redovisningsmässiga behandlingen av SPV

SPV liksom övriga finansiella verksamhet, dvs. kreditmarkandsaktörer är skyldigt att upprätta en årsredovisning och en finansiellanalys.⁸⁶ Som redan nämnts tidigare innehåller den härom benämnda stadgan inte några redovisningsregler som är tillämpliga på värdepapperisering och därmed ej heller på SPV. The Bank of Italy har dock utfärdat särskild reglering⁸⁷ härom enligt vilken tillgångar, fordringar, förvärvade av SPV i värdepapperiserings syfte samt ansvar som är direkt knutna till värdepapperiseringen inklusive skuldebrev som är utfärdade av SPV för att finansiera förvärvet, måste behandlas som off-balance sheet ansvar och tillgångar.

⁸⁶ Detta regleras i Legislative Decree No.87 of 27 January 1992 (Rules for the financial statements of banks and other financial intermediaries).

⁸⁷ Regleringen utfärdades den 29 mars 2000 och publicerades den 3 april samma år i the Official Gazette No. 78 of 3 April 2000.

Kontentan av det stadga är att alla tillgångar och ansvarsförbindelse som SPV har pga. Värdepapperisering inklusive swap-avtal och serviceavtal skall behandlas utanför balansräkningen⁸⁸. Trots det sagda är SPV skyldigt att bokföra alla affärer och transaktioner relaterade till värdepapperiseringen vilken redovisats bakom linjen. På så vis underlättas *kontrollen* av att den tidigare benämnda principen om segregation upprätthålls. Det i sin tur banar för att den generella principen om rättvisande bild, *true and fair view*, kan följas i t.ex. förvaltningsberättelsen och finansiellanalys.

⁸⁸ Denna redovisningsteknik är vad som i svensk redovisning brukar kallas för förbindelser bakom linjen var under som borgen och annat *som inte platsar* i balansräkningen upptas. Exempel på det sagda kan vara att moderbolaget har gått i borgen för sitt dotterbolag eller utfärdat ett letter of intent brev som i och för sig inte är direkt, dvs. *svart på vitt bindande om man så vill*, bindande för modern. Informationen härom är dock väsentligssärskilt, för moderbolagets både existerade och presumtiva borgenärer då modern i värsta fall kan tvingas infria sina åtaganden och borgenärerna av naturliga skäl inte har någon önskan om att vara med om och medverka till sådana latent risker, så till vida förtjänsten av handlandet inte är större än risken.

6. Beskattning av den italienska värdepapperiseringen

6.1 Den skattemässiga behandlingen av originatorn

6.1.1 Beskattning – vad som är avdragsgill kapitalförlust

Enligt den italienska lagen⁸⁹ är förluster som beror på dåliga affärer, så som att gäldenären inte klarar av att återbetala sin skuld el. dyl. avdragsgilla om dessa är konstaterade och underlag härför finns. Med hänvisning till ett antal gällande praxis och italiensk doktrin menar Flora m.fl.⁹⁰ att den härom nämnda skattelagstiftningen är tillämplig på förlust som uppstått pga. överlåtelser av fordringar i samband med värdepapperisering och där överlåtelserna är definitiva (without recourse) och förlusterna är konstaterade, givet att den dokumentationen som ligger till grund för yrkande av avdraget är giltig. I de fallen överlåtelserna är definitiva och de övriga förutsättningarna är uppfyllda är originatorns förluster avdragsgilla.

Bedömningen torde dock inte vara densamma då överlåtelserna är icke-definitiva och originatorn fortfarande bär hela eller delar av risken. Originatorn kan erhålla avdrag endast för förlust som reglerats mellan originatorn själv och SPV. Detta sker först när SPV återkallar, *makulerar*, utfärdade fordringar. Eftersom mellanhavandena regleras, är situationen lik den vid vilken risken för överlåtelse övergår på köparen redan vid förvärvstillfället.

6.1.2 Mervärdeskatt och stämpelskatt

Inledningsvis skall det nämnas att den italienska värdepapperiseringslagen inte behandlar frågor om mervärdeskatt. Lagen syftar inte, utifrån en

⁸⁹ Article 66(3) of the presidential Decree No. 917 of the 22 December 1986 (the Italian Consolidated tax Act - ICTA)

⁹⁰ Flora m.fl., a.a. p. 433 (European Taxation)

mervärdeskatterättslig aspekt, att på något sätt förbättra eller göra ändringar för de skuldebrev som överläts avsedda för värdepapperisering.⁹¹

För att avgöra huruvida mervärdeskatt (the Italian VAT) kan komma att påföras eller ej, är det av avgörande betydelse att bestämma om överlåtelsen av fordringar är dokumenterad. Av dokumentationen måste det dessutom framgå att överlåtelsen är avsedd att behandlas så som finansiell överlåtelse.

Varken Law 130/99, eller den italienska skattemyndigheten ger några vägledningar eller riktlinjer för hur bestämningen skall göras vid klassificeringen av en överlåtelse, dvs. om den är finansiell överlåtelse eller ej.⁹² Enligt den italienska mervärdeskatten⁹³ anses överlåtelser av fordringar vid värdepapperisering som finansiell tjänst. Detta innebär att värdepapperiseringen träffas av mervärdeskatt, men undantag ges om övervägande skäl finns och värdepapperisering är ett sådant⁹⁴.

Resultat av det sagda är att originatorn inte träffas av mervärdeskatt pga. värdepapperisering utan den skatt som hade kunnat aktualiseras utelämnas tack vare värdepapperiseringen är VAT undantagen. I vissa fall måste stämpelskatt om 129,11 € erläggas. Denna summa är så extremt liten i sammanhanget varför hänsyn inte behöver tas till den.

En annan tolkningslinje eller syn, baserad på artikel 3 the Italian VAT Law, än den ovan förda och som diskuteras inom den italienska doktrinen är att överlåtelse av fordringar faller utanför den italienska mervärdeskattens tillämpning även om överlåtelsen sker i samband med värdepapperisering förutsatt att ersättningspriset för försäljningen är lika med det bokförda värdet.⁹⁵ Redovisningen för finansiella tjänster kan i så fall lämnas därhän.

Om den italienska mervärdeskatten inte skulle äga tillämpning här, kommer stämpelskatten med i bilden vars skattesats är 0.50 %. Även om skattesatsen kan te sig blygsam vid första anblick, rör det sig om stora summor då det krävs kapital på minst en halv miljon svenska kronor för att värdepapperisering skall vara lönsamt, och överhuvudtaget tänkbart.

För att fördröja uttaget av stämpelskatten måste avtalet om överlåtelsen slutas i utlandet, dvs. utanför Italien, via utväxling av korrespondens.⁹⁶ Även om fördröjning sker, måste stämpelskatt erläggas i följande två fall, *case of use* (caso d'uso)⁹⁷ och i de fallen ett avtalet direkt eller korsvis refererar, dvs. hänvisar till en registrerad handling (enunciazione)⁹⁸.

⁹¹ Freshfields Bruckhaus Deringer, June 2002 p.15.

⁹² Flora m.fl., a.a. p. 433, Freshfields Bruckhaus Deringer, Italian securitisation, June 2001 p. 11.

⁹³ Article 3(2) No. 3 of Presidential Decree No. 633 of 26 October 1972 (the Italian VAT Law)

⁹⁴ Se Flora m.fl., p. 433 med vidare hänvisning

⁹⁵ Ibid

⁹⁶ Ibid

⁹⁷ I enlighet med stadgan i given i article 6 of the Presidential Decree No. 131 of 26 April 1986 (DPR 131/86)

⁹⁸ I enlighet med stadgan given i article 22 of DPR 131/86

I det första fallet är stämpelavgiften på en fast summa om 10,33 € per varje fjärde sida av avtalet samt en proportionerlig skatt som varierar från 129,11 € till 3 % av det i avtalet angivna köpesumman. I det senare fallet sker beskattningen på samma vis bortsett ifrån att den fasta summan per varje fjärde sida av avtalet är på 129,11 € istället för 10,33 €

Att märka här att fallet *caso d'uso* inträder skatteskyldigheten genom att överlåtelse avtalet registreras via en särskild italiensk domstol eller annan härför avsedd administrativ myndighet. Vid fallet *enunciazione* uppstår skatteskyldigheten däremot genom att det korsvist hänvisade överlåtelseavtalet registreras av en härför kompetens tilldelad skattemyndighet eller genom att ett rättsligt beslut sker. Vidare kan *enunciazione* utlösa en ytterligare skatt varierande från 129,11 € upp till 3 % om beslut härom fattas av en italiensk domstol pga. rättsliga omständigheter rörande rättsliga omständigheter.

6.2 Den skattemässiga behandlingen av SPV

Den skattemässiga behandlingen av SPV är i dagsläget oklart i avsaknaden av lagstiftning, vägledning eller praxis⁹⁹. Beskattningen av SPV är således en stor debatt ämne bland de lärda på området i fråga. Konsekvensen av detta är att SPV blir skatteföremål för den italienska företagsbeskattningen, Italian corporation tax (IRPEG)¹⁰⁰ regional skatten (IRAP)¹⁰¹. Vidare tillkommer en ytterligare skatt på 1 % om SPV är verksam i de italienska regionerna Lombardia och eller Marche på aktuella årets vinst. Vad avser vissa speciella justeringar eller andra rekommendationer, föreskrifter m.m., finns dessa utfärdade under respektive skattelagstiftning.

Den årliga vinsten består huvudsakligen av intäkter erhållna genom att SPV emitterar obligationer. Som nämndes ovan i avsnitt 4.8 behandlas SPV:s tillgångar och ansvar, vilka är direkt bundna till värdepapperiseringen, off-balance sheet. Denna redovisningsmässiga behandling har dock fått en stor konsekvens vilken förmodligen inte var tänkt vid utfärdandet av bestämmelserna¹⁰² härom. Den italienska doktrinen som får stöd av Association of Italian Stock Companies (Assonime) i dess cirkulära brev nr. 39 från den 24 maj 2004 menar att SPV inte kan bli skatteskyldig för vinster så som räntor el. dyl. som uppstår genom emitterade obligationer.¹⁰³ Flora m.fl.¹⁰⁴ ger stöd till denna linje och menar dessutom att linjen torde få stöd vid tolkningen av artikel 52 ICTA. Enligt denna stadga måste tillgångarna och skulderna ur vilken inkomsten härrör vara inkluderade i

⁹⁹ Freshfields Bruckhaus, a.a., p. 12, Flora m.fl. a.a., p. 434

¹⁰⁰ Skattesatsen för taxeringsåret 2002 var 36 %. Skatten är grundad på den års vinsten.

¹⁰¹ Den regionala skattesatsen för taxeringsåret var 4,75 %

¹⁰² Se fontnot 70

¹⁰³ Freshfields Bruckhaus, a.a., p. 12, Flora m.fl. a.a., p. 434

¹⁰⁴ Flora m.fl., a.a., p. 434

beskattningsunderlaget för att det skall erfordras att redovisning av vinst respektive förlusten sker.

Här menar man att det resultat som härrör från de off-balance sheet behandlade tillgångar, dvs. det värdepapperiserade portföljet och som täcks av Law 130/99 inte skall vara föremål för någon form av beskattning. Att beakta är att Assonimes yttrande eller föreskrifter inte är bindande även om dess uttalande kan med största sannolikhet ha någon form av inverkan. Frågan är således om den redovisningsmässiga behandlingen skall ha denna effekt på skatten. En annan aspekt på detta är om det nu poneras att SPV inte skulle träffas av beskattning för den off-balance sheet behandlade tillgången, innebär det att det inte torde bli tal om några avdrags möjligheter, vare sig för förluster eller kostnader vilka uppkommit vid intäkternas förvärvande. Den italienska skattemyndigheten har inte gett sin syn på saken än.

Enligt artikel 75(3) ICTA är den intäkt som uppstår genom att tillgång realiserats föremål för beskattning oaktat den redovisningsteknik som tillämpats. I enlighet med denna stadga skulle SPV vara skatteskyldigt trots att intäkterna har sitt ursprung i de off-balance sheet behandlade tillgångarna.

På grund av den härovan redogjorda osäkerheten avseende den skattemässiga behandlingen av SPV, är de värdepapperiseringar som har gjorts sedan Law 130/99 ikraftträdande vanligtvis strukturerade på ett sätt som gör att matchning sker mellan de beskattningsbara intäkterna och avdragsgilla kostnaderna. Detta tillvägagångssätt gör att skatteeffekten blir plus minus noll och därmed uppnås skatteneutralitet för SPV: et

6.3 Servicer

Enligt Law 130/99 måste hanteringstjänsten inte utföras av SPV, utan den skall skötas av en separat enhet benämnd servicer. Med hanteringstjänsten (service aktiviteter) innebär bl.a. administration, hantering och inlösen av de emitterade obligationerna. Denna servicer måste vara en italiensk finansiell enhet (Italian financial entity) som är registrerad i ett specialregister hos Bank of Italy. I de fallen originatorn är själv är en finansaktör, är det brukligt att denne själv tillhandahåller dessa tjänster. För det fallet originatorn varken har säte i Italien eller är finansaktör, måste en tredje part, dvs. annan än SPV eller originatorn tillhandahålla service delen.

Vidare skall SPV erlägga ersättning för avgiften till den som tillhandahåller tjänsten, i de fallen då annan än originatorn själv måste ha hand om servicen. Denna avgift är inte föremål för källskatt och reciprok ej heller

avdragsgill, om den betalas av italienska företag. Betalningen skall dock tas upp till beskattning¹⁰⁵ hos det företag som erbjuder tjänsten.

Generellt sett påförs mervärdeskatt på den här benämnda tjänsten. Mervärdeskatten varierar dock sig beroende på hur tjänsten har karaktäriserats. Karaktäriseringen kan ske antingen som riscossione (credit collection and recovery through non-judicial recoveries) eller recupero (credit enforcement and recoveries through legal proceedings). Den förra är VAT-exempt service vilket innebär att mervärdeskatten har skattesatsen 0 % medan mervärdeskatten för den senare påförs som vanligt, dvs. ordinär sådan om 20 %. Skillnaden mellan den förra och den senare är att den förra servicen avser hantering av en vanlig återbetalning av lån tillskillnad från den senare som ämnar driva in till betalning, dvs. förfallna medel genom rättsliga åtgärder.

6.4 Den skattemässiga behandlingen av obligationsinnehavarna

6.4.1 Räntebeskattning av obligationerna

De obligationer som utfärdats av SPV är föremål för den italienska beskattningen av värdepapper vilka har utgetts av italienska bolag vars aktier handlas på värdepappersmarknaden, enlighet med bestämmelserna som anges i Legislative Decree No. 239 of 1 April 1996 (Decree 239). Detta framgår artikel 6(1) Lag 130/99 som hänvisar till Decree 239 och beskattningen av obligationerna sker hos obligationsinnehavarna.

Enligt Decree 239 är ränteintäkter, utbetalda av italiensk emittent, i det här fallet SPV, är beskattningsbara inkomster hos obligationsinnehavarna förutsatt att dessa är bosatta i Italien och är

- privatpersoner
- ideellförening
- stiftelse eller institution av något slag
- investmentfond¹⁰⁶
- investmentbolag som är undantagna från den italienska bolagsskatten
- grupper som är undantagna från företagsbeskattningen
- förvaltningsfonder¹⁰⁷ eller

¹⁰⁵ Intäkten beskattas enligt IRPEG och IRAP, angående skattesats se not 80 och 81.

¹⁰⁶ Beskattningen för denna typ av fond förutsätter att Law No. 409 of 23 November 2001 inte äger tillämpning här.

¹⁰⁷ Dessa fonder skall ha grundats före den 26 september 2001 enligt Law No. 86 of 25 January 1994

- personer som inte anses vara bosatta i Italien och inte heller uppfyller kvalifikationen, dvs. kravet, för att vara undantagen från beskattning i enlighet med Decree 239/96

Skatten, kallad imposta sostitutiva¹⁰⁸ (substitute tax) är på 12,5 % och betalas antingen när räntan utbetalats av SPV eller när obligationsinnehavaren erhåller betalning vid avyttring av obligationen. Vidare förutsätter tillämpningen av denna bestämmelse att obligationerna har en löptid (maturity date period of at least 18 months) som är minst 18 månader eller längre. I annat fall aktualiseras skatt med en högre skattesats än den nämnda, nämligen en källskatt om 27 %.

Följande personer, företag, fonder m.m. är undantagna från skatten för den intäkt dessa uppbär och som är hänförlig till obligationerna om

- italienskt bolag, italienska investmentfonder, italienska pensionsfonder, i fasta driftställen etablerade i Italien eller förvaltningsfonder¹⁰⁹,
- institutionella investmentfonder¹¹⁰ har sitt säte i de länder som anses vara kvalificerade¹¹¹,
- personerna vilka inte uppfyller bosättningskravet och således anses sakna fastanknytning till Italien förutsatt att dessa är bosatta i ett land med vilket Italien har god informations utbyte¹¹² och personen i fråga inte är bosatt i ett låg skatteland¹¹³,
- de icke italienska obligationsinnehavarna deponerar skuldebrev direkt eller indirekt hos en institution eller annan finans förmedlare som kvalificerar sig som *a second level bank*¹¹⁴ eller
- personlig deklARATION (autocertificazione) på vilken försäkran lämnas om att kraven för undantaget från beskattningen är uppfyllda, att den icke

¹⁰⁸ Imposta sostitutiva, substitute tax, motsvarar av den svenska skatten inkomstslaget kapital och ersätter eller träder in istället för inkomst av tjänst för den här aktuella typen av inkomstkälla så som ränteintäkter, kapitalvinster m.m. och därav namnet imposta sostitutiva. Skattesatsen är som redan nämnt 12,5 %.

¹⁰⁹ Förvaltningsfonderna skall ha grundats antingen efter den 26 september 2001 eller före det datum men fonden faller under bestämmelserna i Law Decree No 350 of 25 September 2001.

¹¹⁰ Amerikanska fonder är exempel på institutionella fonder.

¹¹¹ Angående kvalificerade länder se not 90 och 91.

¹¹² Här hänvisas det till en lista förtäckta med länder som Italien har samarbete om relevant informationsutbyte, dvs. dubbelbeskattningsavtal, med enligt Ministerial Decree of 4 september 1996.

¹¹³ Här hänvisar man till en lista i vilken de kvalificerade, dvs. godkända länderna är upptagna i Ministerial Decree of 23 January 2002. listan motsvarar den som finns angiven i 10 kap. 10 § IL.

¹¹⁴ A second level bank är en bank eller annan finnas förmedlare som har sitt säte i Italien och som har förordnats att ha en direkt relation via en elektronisk länk med den italienska skattemyndigheten eller Euroclear eller Clearstream.

italiensk bosatta obligationsinnehavaren är den rättmätige ägaren för räntan och övriga inkomster som är relaterade till obligationen i fråga. Dessa uppgifter lämnas in till den italienska skattemyndigheten via *a second bank level* före inköpet av obligationerna.

Om de här från beskattning undantagna personerna, företag, fonder m.m. inte uppfyller de här ovan angivna kriterierna, kommer undantag ej att ske. Källskatt om 27 % skall erläggas på det uppburna medlet härrörande från obligationerna. Kravet på att obligationen skall ha löptid om minst 18 månader gäller även här.

6.4.2 Förtidig avyttring/inlösen av obligationer

Om obligationer vilka har en löptid om minst 18 månader avyttras, dvs. inlöses, inom 18 månader räknat från det datum då dessa utfärdades av den italienska utfärdaren, skall utfärdaren påföras ett skattetillägg om 20 % på alla räntor och övriga ersättningar som erhållits och som är hänförliga till förtidiga avyttringen av obligationerna. Det sagda stöds av pre-paid principen¹¹⁵ vilken finns angiven i artikel 26(1) of Presidential Decree No. 600 of 29 September 1973.

6.4.3 Kapitalvinstbeskattning

6.4.3.1 Kapitalvinstbeskattning av i Italien bosatta privatpersoner

kapitalvinster vilka uppstår genom att en i Italien obegränsad skatteskyldig realiserar obligationer skall tas upp till beskattning i inkomstslaget kapital (substitute tax, imposta sostitutiva)¹¹⁶.

Beskattningen av kapitalvinsten kan ske enligt följande tre olika system/metoder:

- I – Regime della Dichiarazione vilken är den vanliga metoden
- II – Regime del Risparmio Amministrato
- III – Regime del Risparmio Gestito

¹¹⁵ Denna princip är avsedd att motverka användningen av olika finansiella strukturer som ett led i skatteundandragande och därmed skatteoptimeringssyfte. Bestämmelsen i vilken principen ingår avser således hindra missbruk av värdepapperisering; mer om detta i avsnitt 1.4

¹¹⁶ Angående imposta sostitutiva, substitute tax, se fotnot 88.

6.4.3.1.1 Regime della Dichiarazione

Enligt denna metod, som är den ordinära, som redan nämnts, måste den skatteskyldige i enlighet med artikel 5 of the Legislative Decree No. 461 of 21 November 1997 (Decree 461/97) ta upp samtliga kapitalvinster realiserade ett visst år till beskattning. Den beskattningsbara vinsten, dvs. den delen som återstår efter att kostnader och eventuella övriga förluster i samma inkomstslag har dragits bort, beskattas med 12,5 %. För det fall kapitalförluster skulle uppstå, kan dessa dras av mot eventuella framtida vinster i samma inkomstslag. Till den del förlusterna inte kan dras av, behandlas de följande fyra beskattningsåren som en ny kapitalförlust hos den skatteskyldige. Detta innebär att kapitalförluster kan sparas upp till fyra år och kvittas, dvs. dras av, i sin helhet mot eventuella kapitalvinster.

6.4.3.1.2 Regime del Risparmio Amministrato

Enligt artikel 6 Decree 461/97 måste obligationerna vara deponerade hos professionell finans förmedlare, t.ex. bank, fondmäklare, börsmäklare eller annan godkänd finansaktör som är tillåten att beskatta vinsten å obligationsinnehavarens vägnar. Till skillnad från föregående fall är det den som tillhandahåller den finansiella tjänsten som drar av skatten från den uppkomna kapitalvinsten och inbetalar den till skattemyndigheten. Skattesatsen är densamma även här, 12,5 % på netto kapitalvinsten under ett visst beskattningsår. Kapitalförluster som inte kan utnyttjas dras av de följande beskattningsåren i sin helhet mot kapitalvinster i samma inkomstslag. Denna beskattningsmetod garanterar den skatteskyldiges anonymitet. Genom att den finansiella förmedlaren sköter skatteinbetalningen garanteras den skatteskyldige dess anonymitet och identiteten behöver därför aldrig röjas.

6.4.3.1.3 Regime del Risparmio Gestito

Obligationerna här ingår, enligt artikel 7 Decree 461/97, i en diskretionär, dvs. slumpmässig, investment portfölj som förvaltas av en godkänd finans förmedlare så som bank, börsmäklare, fondmäklare eller annan typ finansiell förmedlare. Skattesatsen är även här 12,5 %. Skatteunderlaget är dock annat än i de två tidigare fallen då den inte beror på kapitalvinsten som uppstått pga. avyttring eller liknande, utan underlaget består av värdeökningen av investment portföljen och räntan under ett visst beskattningsår. Detta innebär att skatt skall erläggas trots att tillgången inte avyttrats av den skatteskyldige. Skatten inbetalas precis som i fall II direkt av den som förvaltar och tillhandahåller den finansiella tjänsten å den skatteskyldiges vägnar.

6.4.3.2. Kapitalvinstbeskattning av italienska aktie- och handelsbolag samt fasta driftställen i Italien tillhörande utländska bolag

Om innehavet av obligationerna har bokförts och redovisats som fasta finansiella tillgångar, är kapitalvinsten ej föremål för någon källskatt eller imposta sostitutiva. Den beskattningsbara kapitalvinsten skall istället ingå i den aggregerade inkomsten av den italienska aktie- och handelsbolag samt fastdriftställen etablerade i Italien tillhörande utländskt bolag. Verkan av detta innebär att den kapitalvinst som här uppstår hos dessa typer av näringsverksamhet inkluderas i inkomsten av näringsverksamhet och blir sedermera en del av skatteunderlaget för företagsbeskattningen i vanlig ordning.

Om obligationerna har innehafts och redovisats som fasta finansiella tillgångar under tre år före det år då avyttringen har skett, får uppdelning av beskattningen ske över max fem beskattningsår. skatteinbetalningen skall ske i lika delar. Vidare kan kapitalvinsten dras av mot avdragsgilla kostnader och förluster.

Om obligationerna har redovisats som omsättningsstillgångar, skall investeraren ta upp kapitalvinsten bland inkomsterna av näringsverksamhet. Denne skall dessutom i sin finansiellanalys redovisa några värdeförändringar av obligationerna.

6.4.3.3. Utländska bolag utan fasta driftställen etablerade i Italien m.m.

Huvudregeln är att utländska bolag utan fasta driftställen etablerade i Italien m.m. är föremål för samma typ av beskattning som i Italien bosatta individer.¹¹⁷ Underlag för beskattning är givetvis den inkomst som härrör från Italien.¹¹⁸ Principen om separat beskattning (Principio del trattamento isolato dei redditi) är tillämplig på dessa grupper och innebär att grupperna, oaktat den typ av verksamhet som bedrivs skall beskattas så som om de vore individer bosatta i Italien.¹¹⁹ Undantag från huvudregeln medges dock för kapitalvinster som denna grupp erhåller om följande rekvisiter är uppfyllda:

- om innehavet av obligationerna är noterad erkänd marknad i Italien eller utomlands och
- om innehavet består av onoterade obligationer och skälen härför är skattemässig och innehavaren är bosatt i något av de länder som Italien har dubbelbeskattningsavtal med, exklusive länder listade som skatteparadis, eller om innehavaren är ett institutionellt investmentbolag som också har sitt säte i något av de länder som Italien har ingått dubbelbeskattningsavtal med.

¹¹⁷ Rotondaro, Carmine., Tax Treaty Characterization Issues of Credit Derivatives, p.85.

¹¹⁸ Detta framgår av artikel 20 ITA (Legislative Decree 259/1999).

¹¹⁹ Rotondaro, Carmine., Tax Treaty Characterization Issues of Credit Derivatives, p.85.

Beskattnings skall inte heller ske i de fall det finns ett skatteavtal som är mer fördelaktigt än den italienska skatten och det rör sig om onoterade obligationer.

6.4.3.4 Kapitalbeskattnings av italienska pensionsfonder¹²⁰

Kapitalvinster avyttrade av italienska pensionsfonder enligt Decree 124/93 är inte föremål för beskattning, varken källskatt eller imposta sostitutiva. Vinsten skall dock ingå i pensionsfondens aggregerade årsresultat vilket beskattas med 11 %.

6.4.3.5. Kapitalbeskattnings av italienska kooperativa investmentfonder

Kapitalvinster avyttrade av italienska kooperativa investmentfonder är inte föremål för beskattning, varken källskatt eller imposta sostitutiva. Vinsten skall dock inkluderas i fondens årsresultat och på så vis tas upp till beskattning. Skattesatsen är 12,5 %.

6.4.3.6. Övriga skatteobjekt

Vilken typ av skatt och med vilken skattesats övriga skatteobjekt skall beskattas, än det som ovan har redogjorts, får bedömas från för varje fall enskilt.

6.5 Tillämpningen av den italienska bestämmelsen vid missbruk av värdepapperiseringstransaktioner

Vid förekommande missbruk av den italienska värdepapperiseringstransaktionen finns det möjlighet för tillämpning av missbruksbestämmelsen som finns angiven i artikel 37-bis of Decree No. 600 of 29 September 1973 (artikel 37-bis). Enligt denna bestämmelse kan skattemyndigheterna underkänna de skatteförmåner som kan uppkomma pga. transaktioner uppräknade under bestämmelsen om dessa

- inte är grundade på ekonomiska skäl,
- är syftade att kringgå skattelagar,
- är syftade att erhålla skattefördelar (skatteoptimering) m.m.

¹²⁰ Med dessa pensionsfonder avses de som regleras under Legislative Decree No. 124 of 21 April 1993 (Decree 124/93).

Finansiella transaktioner hänförliga till värdepapperisering kan anses falla under artikel 37-bis om ovan nämnda punkter ligger till grund för värdepapperiseringen.

Då det är en rad skattemässiga fördelar som kan uppnås både hos originatorn och SPV och den finansiella strukturen för värdepapperisering kan användas skatteoptimeringssyfte, kan skattemyndigheten angripa värdepapperiseringstransaktionen med stöd av bestämmelsen om missbruk. Värdepapperiseringen måste dock ses i ett mycket större perspektiv och dess enda syfte är inte skattefördelar. Om dessa kan uppnås trots det inte är huvud syftet, torde det inte vara valid, dvs. tillräcklig stor bevekelsegrund för att angripa värdepapperiseringstransaktionen.

7. Avslutande diskussion

7.1 Angående de förändrade förutsättningarnas betydelse på det civil- och bankrättsliga området

De lagändringar som trädde i kraft i juni 2001 borde sätta punkt för alla de civilrättsliga problem som har varit knutna till värdepapperiseringen baserad på svenska tillgångar men förhållandena torde inte vara sådana. Vad gäller lagändringen i skuldebrevslagen finns det inte mycket att anmärka då den enligt min mening är meningsfull i det avseende att den har gett lösning på den problematik som har varit aktuell i samband med värdepapperisering. Det kan givetvis diskuteras hur stor den sakrättsliga problematiken egentligen var i den praktiska tillämpningen. Dessutom är risken för att banker och liknande verksamheter skulle gå i konkurs inte så stor, särskilt med tanke på hur detaljreglerad denna bransch är. Det skall dock inte förstås så att detaljregleringen i sig är ett vattentätt skydd. Hur som helst torde inte detta problem ha varit det som primärt har haft rollen som bromskloss, dvs. utgjort ett hinder.

En aspekt som dock inte har beaktats och som berör den sakrättsliga problematiken är huruvida framtida överlåtelser kan göras gällande mot borgenärer. Fordringen vars gäldenär ej ännu existerar överlåts i värdepapperiserings syfte och då är frågan om denna överlåtelse kan göras gällande mot honom och borgenären.

En annan infallsvinkel som inte heller uppmärksammats är hur denuntiationen skall gå till. Vid överlåtelse av löpande skuldebrev är saken ej problematisk. När det rör sig om enkla skuldebrev är frågan dock inte lika enkel längre då varje gäldenär måste underrättas om överlåtelsen. Vid den italienska värdepapperiseringen sker underrättelse genom kungörelse, någon slags kollektiv- eller massunderrättelse.

Om det bortses från styckena här ovan lär den andra frågan, om huruvida SPV-bolaget ansetts vara en sådan tillståndspliktig verksamhet och därmed

träffats av kapitaltäckningskravet, som har varit hindrande faktor, vilket bekräftas¹²¹ av de yrkesverksamma på området.

Frågan är om denna lagändring är för begränsad och saknar räckvidd vid en praktisk tillämpning då den avser endast enstaka förvärv och ett förbud föreligger mot fortlöpande anskaffning av medel från allmänheten. Enligt min mening är ändringen inte av den karaktär och djup som hade krävts för att uppnå det som var syftet med lagändringen.

Grundidén med SPV-bolaget är att det skall förvärva fordringar från originatorn fortlöpande och finansiera det genom de emitterade obligationerna. Det saknas således kongruens mellan den benämnda grundidén och lagen eller dess restriktion. Det skulle innebära att det inte fanns någon som helst kontinuitet hos SPV-bolaget. Menar lagstiftaren att ett nytt SPV-bolag skulle bildas inför varje förvärv? I propositionen sägs det att antalet förvärv inte skall uppgå till mer än tre förvärvstillfällen¹²². I så fall har bolaget två förvärv tillgodo förutom det som ägt rum vid bolagets bildande. Eller hur skall man gå tillväga vid beräkning av antalet förvärvstillfällen? Det ges inte något svar på detta i propositionen. Det italienska SPV-bolaget kan förvärva obegränsat antal fordringsstock och kan således vara ett s.k. multi-portofolio SPV-bolag. Varje portfölj svarar för sig själv varför sakrättsligt skydd kan uppnås.

En annan sida av detta problemområde är att medel inte löpande anskaffas från allmänheten. De obligationer som emitteras av SPV-bolaget lär inte vara adresserade specifikt enbart till vis typ av köpare, dvs. investerare. Bland investerarna torde allmänheten finnas. Denna restriktion verkar därför inte vara meningsfull. Är inte anledningen och därmed fördelen med värdepapperisering bl.a. att bredda investerarbasen, att matcha m.m.?

Regeringen anför i skälen för sitt förslag¹²³ att EG-rätten måste beaktas vid utformningen av ett undantag och att det finns en fast praxis hos Finansinspektionen som innebär att tillståndsplikt föreligger för den typ av verksamhet som SPV-bolaget kommer att driva. Med hänsyn till det sist sagda menar man att särreglering och tillsyn på det finansiella området vara motiverat för att minska risken¹²⁴ för systemstörningar. Man gjorde dock annan bedömningen vad gäller hänsynen till de grundläggande skyddsintressena på det finansiella området. Den ansågs inte hindra att, i vart fall, enstaka förvärv av fordringar undantas från tillståndskravet i lagen om finansieringsverksamhet. Vad gäller direktivet föreskrivs det i artikel 4 att medlemsstaterna skall tillse att kreditinstitutet skall ha erhållit auktorisation (tillstånd) innan de inleder sin verksamhet. I artikel 3 finns ett

¹²¹ Telefon samtal med Ulf Alsterlind på SBAB och Bengt-Göran Löwentahl hos Svenska Bankförening.

¹²² En rad remissinstanser har ifrågasatt att undantaget från tillståndsplikten begränsas till förvärv av fordringar vid "enstaka tillfällen", se prop. 2000/01:19 sid. 19 ff.

¹²³ Se prop. 2000/01:19 sid. 20 ff.

¹²⁴ För en omfattande redogörelse av systemrisk och systemskydd i det finansiella systemet se SOU 1998:160 kap. 5, även kap. 4 i viss mån.

förbud för företag som inte är kreditinstitut att driva rörelse som in och utlåning från allmänheten. En definition för kreditinstitut finns i artikel 11.

Undantaget i 1 kap. 3 § p 11 i lagen om finansieringsverksamhet måste förstås i ljuset av det ovan sagda, nämligen. skyddet för systemstörningar och direktivet. Då det torde finnas utrymme för medlemsstaterna att göra vissa undantag från direktivet. Enligt min mening verkar den egentliga och huvudsakliga anledningen till denna verkningslösa lagändringen vara skyddet för systemet. Naturligtvis finns det övriga skäl så som fiskala intressen i form av skatteintäkter; mer om detta här nedan.

Att lagändringen inte har fått någon som helst verkan och betydelse så som det var tänkt vid genomförandet bekräftas från flera olika håll¹²⁵.

Värdepapperisering används framgångsrikt både här i Sverige och i utlandet. Utrymmet för expansion verkar vidgas successivt. Företeelsen torde vara här för att stanna. Statistiken talar sitt tydliga språk. Om lagstiftaren vill motverka konkurrensnackdelen genom att förbättra de rättsliga förutsättningarna, för värdepapperisering baserade på svenska tillgångar, och på så sätt behålla transaktionen inom riket, lär det krävs en bättre genomtänkt och real lagändring.

7.2 Angående den skatterättsliga problematiken

Det finns i dagsläget inga särskilda skatterättsliga regler för värdepapperisering. Trots att lagstiftaren har uppmärksammat de rättsliga problemen kring värdepapperisering, har denne av okänd anledning valt att inte göra någonting åt de skatterättsliga frågeställningarna. Från de yrkesverksammas¹²⁶ håll har det bekräftas att den skatterättsliga problematiken är en av de viktigaste orsakerna till att värdepapperiseringen sker via utlandet. Det är inte utan anledning som de flesta SPV-bolagen placeras i s.k. skatteparadis.

Som redan diskuterats sker värdepapperisering främst ej av skattemässiga skäl utan av finansiell sådan. Då transaktionen vid värdepapperisering behandlas på ett avvikande sätt än vad som annars hade varit, dvs. om liknande affärer hade företagits mellan övriga kreditmarknadsaktörer, kan man fråga sig om det föreligger skatteneutralitet. Neutraliteten torde brista här då SPV-bolaget och övriga kreditinstitut och banker inte behandlas på likartade sätt. En kan inte låta bli undra om lagstiftaren vill skapa incitament om hur av vilka sådana transaktioner skall företas.

¹²⁵ Lars Afrell från Finansdepartementet, Ulf Alsterlind från SBAB, Per-Ulrik Andersson och Bengt-Göran Löwenthal från Svenska Bankförening menade att lagändringen inte har haft någon effekt. Någon värdepapperisering baserad på svenska tillgångar har inte kommit tillstånd.

¹²⁶ Se fotnot 121.

Värdepapperiseringen tangerar en rad rättsliga områden varför det är oerhört svårt att behandla det ena utan att beakta det andra. De civilrättsliga överlåtelseerna ligger oftast till grund för den skattemässiga bedömningen. Diskrepans härifrån är dock inte helt ovanligt. Frågan är därför om det bör skapas någon länk mellan dessa två områden genom att det klart och tydligt anges i lag om hur bedömning skall ske. Detta leder till den stora frågan, nämligen om det bör stiftas en särskild lag för värdepapperisering i vilken de olika rättsliga aspekterna regleras. I den italienska lagen regleras olika delar av de rättsliga områdena i en och samma lag. Lagen omfattar, som nämnt, endast sju artiklar, men i den inrymmer så väl skatterättsliga som civil- och bankrättsliga frågor. Vidare görs det en ganska omfattande hänvisning till myndigheter och dessas föreskrifter vilka ha delegerats att utfärda särskilda föreskrifter om värdepapperisering. Hänvisningen görs även till andra lagar. Enligt min mening gör denna metod av integrerad lagstiftning avseende värdepapperisering åskådligheten mycket lättare. Med det menas att det skapas en god grund som är utspunnen från den särskilda lagstiftningen och som ger närmast heltäckande bild av de rättsliga förutsättningarna. Det är naturligtvis svårt och praktiskt krångligt att lagstifta på det viset utan en omfattande hänvisning torde vara nödvändig.

Vem som är sevicern kan vara en fråga som har betydelse för mervärdeskatten. I den italienska lagen kan originatorn åta sig uppdraget som servicer givet att denne är en bank eller kreditinstitut. Denna aktualiserar frågan om det i lag bör anges vem som får lov att befattas med denna typ av uppdrag.

Redovisningen av värdepapperiseringen kan ske på ett sätt som inte överensstämmer med det skattemässiga underlaget. I svenskrätt finns det traditionellt ett starkt samband mellan redovisning och skatte rätt. Det är därför befogat att undra om sambandet, dvs. kopplingen, mellan dessa två områden skall vara tillämplig även här. I så fall skulle redovisning utgöra underlag för beskattningen.

Det torde finnas en uppenbar farhåga hos lagstiftaren om att strukturen för värdepapperisering kan utnyttjas för otillåten skatteplanering. Då bör lagen mot skatteflykt (1995:575) lämpligen tillämpas på det aktuella fallet i fråga. Motsvarigheten till den svenska skatteflyktlagen äger tillämpning vid den italienska värdepapperisering om mistankar om missbruk skulle vara för handen. För övrigt kan spärregler lik den italienska införas, t.ex. att obligationerna skall ha viss löptid vid utfärdandet och att utfärdaren annars kan drabbas av *extra skatt*.

Avslutningsvis kan det konstateras att de juridiska frågeställningarna är huvudsakligen de samma överallt, avseende vad som anses vara praktiskt

hindrande av värdepapperisering. De återkommande rättsliga frågorna är skatte-, bank- och civilrättsliga samt i viss mån offentligrättsliga.

Bilaga A

Utlåning till svensk och utländsk allmänhet från bostadsinstitut, objektsfördelad och av instituten för annans räkning förvaltade lånestocker Stockuppgifter vid slutet av respektive månad, mkr

	Småhus	Flerbostads- hus	Affärs- och kontorshus	Bostads- rätter	Övriga	Totalt *	För annans räkning förvaltade lånestocker Totalt	varav Småhus
<u>Dec</u>								
1996	423 051	496 431	37 012	26 744	29 139	1012 376
1997	439 391	470 539	32 375	29 145	34 827	1006 277
1998	463 155	442 651	34 732	33 500	41 232	1015 269	1 307	1 307
1999	499 070	428 406	34 945	43 584	42 440	1048 445	1 397	1 397
2000	510 673	417 637	37 296	58 497	43 899	1068 002	17 248	16 238
<u>2001</u>								
Jan	513 691	416 539	36 962	59 684	44 159	1071 034	16 974	15 964
Feb 2)	516 795	422 092	38 981	61 283	36 921	1076 072	17 016	16 006
Mar	520 817	422 697	39 291	63 258	37 382	1083 445	16 605	15 595
Apr	524 675	423 252	39 634	65 057	36 732	1089 349	16 262	15 252
Maj	528 879	422 923	39 303	66 968	36 818	1094 891	16 305	15 295
Jun	534 489	419 059	38 653	69 715	37 527	1099 443	16 209	15 199
Jul	537 898	417 874	39 202	70 606	36 582	1102 163	15 897	14 887
Aug	541 827	416 661	39 696	72 119	36 658	1106 961	16 038	15 028
Sep	546 001	414 553	39 790	73 385	36 547	1110 277	15 854	14 844
Okt	550 282	413 901	39 650	74 926	36 685	1115 444	15 472	14 462
Nov 6)	551 140	414 020	40 021	72 333	36 811	1114 325	24 993	23 983
Dec	554 800	418 568	40 383	75 031	37 152	1125 933	24 973	23 963
<u>2002</u>								
Jan	557 780	418 341	39 676	76 314	37 200	1129 311	24 512	23 502
Feb	560 228	420 729	38 012	78 286	37 538	1134 792	24 488	23 478
Mar	563 231	420 521	38 358	79 684	37 480	1139 272	24 828	23 818
Apr	567 134	420 525	35 427	81 451	38 552	1143 089	24 289	23 279
Maj	572 309	420 086	35 254	83 213	37 609	1148 471	24 130	23 120
Jun	575 972	419 433	34 916	85 060	39 602	1154 983	24 503	23 493
Jul	580 611	419 314	34 203	86 221	38 426	1158 775	23 949	22 939
Aug	584 095	419 881	34 182	87 842	38 828	1164 828	23 991	22 981
Sep	589 211	416 952	34 056	89 077	38 621	1167 916	23 833	22 823
Okt	594 903	414 688	34 465	91 148	38 765	1173 969	23 131	22 121
Nov	599 972	415 008	33 826	93 510	38 777	1181 092	23 109	22 099
Dec	603 427	414 606	33 788	95 563	39 671	1187 054	23 671	22 661
<u>2003</u>								
Jan	608 852	413 861	33 469	97 114	39 981	1193 276	23 123	22 113
Feb	613 859	414 523	33 963	98 723	40 084	1201 152	23 026	22 016
Mar	618 529	414 375	34 042	100 450	40 673	1208 069	22 960	21 950
Apr	624 712	415 231	34 172	102 849	40 324	1217 288	22 800	21 790
Maj	630 292	415 393	34 097	104 927	41 145	1225 854	22 192	21 182
Jun	637 500	415 108	33 806	107 341	40 500	1234 256	22 541	21 531

Jul 7)	643 355	406 364	33 814	108 894	41 096	1233 523	31 069	20 908
Aug	648 687	406 309	33 285	110 360	41 118	1239 760	31 244	21 107
Sep	654 646	406 235	33 315	111 968	40 171	1246 335	30 826	20 751
Okt	661 844	404 428	33 119	114 412	41 148	1254 952	29 365	19 904
Nov	666 493	402 438	32 919	116 297	41 898	1260 045	29 949	19 999
Dec	672 893	400 273	32 802	118 752	41 814	1266 535	28 313	18 427
<u>2004</u>								
Jan	677 364	399 054	32 553	120 422	41 481	1270 875	27 903	18 093
Feb	681 353	397 231	32 402	122 297	40 993	1274 276	28 130	18 239
Mar	687 036	395 844	31 185	124 464	40 498	1279 027	27 941	18 143

* Exklusive
dagslån och
byggnadskred
iter.

Bilaga B

Moody's Long-Term Ratings (Rating definitions)¹²⁷

Long-Term Obligation Ratings

Moody's long-term obligation ratings are opinions of the relative credit risk of fixed-income obligations with an original maturity of one year or more. They address the possibility that a financial obligation will not be honored as promised. Such ratings reflect both the likelihood of default and any financial loss suffered in the event of default.

Moody's Long-Term Rating Definitions:

Aaa - Obligations rated Aaa are judged to be of the highest quality, with minimal credit risk.

Aa - Obligations rated Aa are judged to be of high quality and are subject to very low credit risk.

A - Obligations rated A are considered upper-medium grade and are subject to low credit risk.

Baa - Obligations rated Baa are subject to moderate credit risk. They are considered medium-grade and as such may possess certain speculative characteristics.

Ba - Obligations rated Ba are judged to have speculative elements and are subject to substantial credit risk.

B - Obligations rated B are considered speculative and are subject to high credit risk.

Caa - Obligations rated Caa are judged to be of poor standing and are subject to very high credit risk.

Ca - Obligations rated Ca are highly speculative and are likely in, or very near, default, with some prospect of recovery of principal and interest.

C - Obligations rated C are the lowest rated class of bonds and are typically in default, with little prospect for recovery of principal or interest.

Note: Moody's appends numerical modifiers 1, 2, and 3 to each generic rating classification from Aa through Caa. The modifier 1 indicates that the

¹²⁷Källa: <http://www.moodys.com/moodys/cust/staticcontent/2000200000265735.asp?section=rdef>

obligation ranks in the higher end of its generic rating category; the modifier 2 indicates a mid-range ranking; and the modifier 3 indicates a ranking in the lower end of that generic rating category.

Bilaga C

English translation of the Securitisation Law¹²⁸

Law no. 130 of 30 April 1999 published in the Official Gazette of the Republic of Italy of 14 May 1999, no. 111

Article 1: Scope and definitions

1. This law shall apply to securitisation transactions involving the assignment for consideration of existing or future monetary claims, where those claims are homogenous in the case of a plurality of claims, and where the following requirements are satisfied:

- (a) the assignee is a company of the type set out in 3 below;
- (b) the sums paid by the assigned debtor or debtors are applied by the assignee exclusively to satisfy rights attaching to securities issued by it or another company to finance the acquisition of such claims and the costs of the transaction.

2. In this law references to "Consolidated Banking Act" are to the Legislative Decree of 1 September 1993, number 385, as amended, which is a consolidating law in banking and credit matters.

Article 2: Transaction programme

1. The securities referred to in Article 1 above are financial instruments and are regulated by Legislative Decree of 24 February 1998 no. 58, which is a consolidating law in matters of financial brokerage.

2. The assignee company or, where different from the assignee company, the company issuing the securities, shall prepare an information memorandum.

3. Where the securities subject to the securitisation transactions are placed with professional investors, the information memorandum shall contain the following information:

- (a) the assignor, the assignee company, a description of the transaction, both as regards the claims and the securities issued to finance the transaction;
- (b) the persons responsible for managing the issue and the placement of the securities;
- (c) the persons responsible for the recovery of the assigned claims and the cash flow and payment services;
- (d) the conditions upon which the assignee company may assign the purchased claims for the benefit of the holders of the securities;
- (e) the conditions upon which the assignee company may reinvest in other financial activities the amounts arising from the management of the assigned claims which are not

¹²⁸ Freshfields Bruckhaus Deringer, June 2001
Italian securitisation

immediately used to satisfy the obligations arising in connection with the securities;

(f) any secondary finance transactions entered into in the context of the securitisation transaction;

(g) the minimum essential content of the securities issued and details of the publication of the information memorandum which shall be adequate to make it easily available to holders of securities;

(h) the costs of the transaction and the terms upon which the assignee company may deduct the same from sums paid to it by the assigned debtor or debtors, as well as details of the profits forecast in relation to the transaction and the identity of the person receiving the same; and

(i) any shareholding relationship between the assignor and the assignee company.

4. Where the securities relating to the securitisation transactions are offered to persons other than professional investors, the transaction shall be subject to credit rating by qualified third parties.

5. The Italian Securities Authority (CONSOB) shall, by way of a regulation to be published in the Official Gazette of the Republic of Italy, set out the professional qualifications and the criteria to ensure the independence of the entities who carry out the credit rating as to the quality of the claim and the information concerning any relationship between them and the persons who, in their respective capacities, are party to the transaction, including where the credit rating is not required.

6. The services referred to above under paragraph 3(c) of this Article shall be provided by banks or financial intermediaries which are recorded in a special register pursuant to Article 107 of the Consolidated Banking Act, who shall ensure that the transactions comply with the law and the information memorandum.

7. The information memorandum shall be delivered, upon request, to the holders of the securities.

Article 3: Companies involved in the securitisation transactions

1. The assignee company or, where different from the assignee company, the company issuing the securities, shall have as its sole corporate object the undertaking of one or more claim securitisation transactions.

2. The claims relating to each transaction shall constitute assets segregated for all purposes from the assets of the company and from assets relating to other transactions. No creditor other than the holders of the securities issued to finance the acquisition of the claims themselves shall be able to commence proceedings in relation to each asset pool.

3. With the exception of Article 106(2) and Article 106(3)(b) and (c), the provisions contained in Title V of the Consolidated Banking Act, together with the sanctions contained in Title VIII of the Consolidated Banking Act, shall apply to the assignee company and the issuer.

Article 4: Conditions and enforceability of the assignment

1. The provisions contained in Article 58(2), (3) and (4) of the

Consolidated Banking Act will apply to assignments of claims made pursuant to this law.

2. From the date of publication of the notice of the assignment in the Official Gazette of the Republic of Italy, proceedings may only be commenced in relation to the purchased claims and to amounts paid by the assigned debtors in order to protect the rights referred to above in Article 1(1)(b). From such date, the assignment of the claims shall be enforceable against:

(a) persons asserting rights against the assignor who have not satisfied the formalities required to ensure the effectiveness of their title as against third parties before the date of that publication; and

(b) creditors of the assignor who have not secured the claim before the publication of the notice of assignment.

3. Article 67 of the Royal Decree of 16 March 1942, no. 267, as amended, shall not apply to payments made by the assigned debtors.

4. For the purposes of claim securitisation transactions governed by this law, the time limits of two years and one year contained in Article 67 of Royal Decree of 16 March 1942, no. 267, as amended, are hereby reduced to six months and three months, respectively.

Article 5: Securities issued in relation to the purchased claims

1. Articles 129 and 143 of the Consolidated Banking Act shall apply to securities issued by the assignee company or by the company issuing the securities for the purposes of financing the acquisition of the claims.

2. Neither Article 11(2) of the Consolidated Banking Act, prohibiting the solicitation of public savings, nor quantitative limits to the raising of funds set by current law shall apply to the issue of the aforementioned securities. Articles 2410 to 2420 of the Civil Code shall not apply either.

Article 6: Taxation and accounting provisions

1. For income tax purposes, the same regime established for debentures issued by public limited companies whose shares are traded in regulated Italian markets as well as the regime established for similar securities, including the regime set out in Legislative Decree of 1 April 1996, no. 239, shall apply to the securities referred to in Article 5.

2. The benefits set out in Article 15 of the Presidential Decree of 29 September 1973, no. 601, shall continue to apply to the assignments concerning claims arising from the transactions indicated in Articles 15, 16 and 19 of the same Presidential Decree.

3. Where they relate to securitisation contracts entered into within two years of the entry into force of this law, any depreciation in the value of the assigned assets, the security and guarantees given in favour of the assignee, and the assets (other than those assigned) used as collateral or security in the context of the securitisation transaction, as well as accounting provisions (accantonamenti) effected in connection with the security and guarantees given to the assignor, may be accounted for directly in the asset reserves; they shall be recorded in the profit and loss account in equal portions for each of the accounting period in which they are first recorded and the following four accounting periods. References to securitisation transactions and any depreciations and accounting provisions not yet made in the profit and loss statement must

be made in the notes accompanying the financial statements.

4. In the case of events referred to in paragraph (3) above of this Article, the depreciations in the assets referred to therein, shall be taken into account in the assessment of the income for the accounting periods in which the same are recorded in the profit and loss statement.

5. In relation to lower revenues arising pursuant to this Article, equal to ITL 300m per year for every year from 1999 to 2005, a corresponding reduction in the accounting provision for the years 1999, 2000 and 2001 shall apply for the purpose of the triennial financial statement 1999-2001, within the "special fund" of the Treasury budget for the financial year 1999, partially utilising for this purpose the accounting provisions made in relation to the same Ministry.

6. Where necessary, the Treasury is authorised to make amendments to the budget by way of decree.

Article 7: Other transactions

1. To the extent that they are not inconsistent, the provisions of this law shall apply to:

(a) claim securitisation transactions effected by way of the granting of a loan to the assignor by the company issuing the securities in connection with the securitisation transaction;
and

(b) assignments of claims to investment funds relating to Legislative Decree of 24 February 1998, no. 58.

2. When transactions are effected by way of the granting of a loan, references to the "assignor" and the "assignee" shall be deemed to be references to the "borrower" and the "lender", respectively.

Käll- och litteraturförteckning

Offentligtryck

Ds. 1998:71 Bättre förutsättningar för värdepapperisering.

Ds. 1990:57 Branschglidningen i den finansiella sektorn

SOU 1984:26 Betänkande av banklagsutredningen

SOU 1998:160 Reglering och tillsyn av banker och kreditmarknadsföretag

SOU 2000:11 Betänkande av finansmarknadsutredningen

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

EG: s sjätte mervärdesskattedirektiv (77/388/EEG.)

Prop. 1986/87:12 Regeringens proposition Nr 12 Bankrörelselag, Bankaktiebolagslag, Sparbanklag, Föreningsbankslag

Prop. 2000/01:19 Bättre förutsättningar för värdepapperisering.

PM 1994-05-25 Angående de rättsliga förutsättningarna för att genomföra värdepapperisering i Sverige.

Jordabalken (1970:994)

Konkurslagen (1987:672).

Lagen om finansieringsverksamhet (1992:1610).

Lagen om kapitaltäckning och stora exponeringar för kreditinstitut och värdepappersbolag (1994:2002).

Lagen om stämpelskatt vid inskrivningsmyndigheter (1984:404)
Skuldebrevslagen (1936:81).

Litteratur

Afrell Lars, Klahr Håkan, Samuelsson Per, Lärobok i kapitalmarknadsrätt, Norstedts Juridik AB, 1998, Stockholm.

Andrioli, Simonetta. & Dezzani Luca., Synthetic Securitization: A Growing Funding Technique – Securitizations in Italy: Market Structures and Trends,

Bonsall C. David, Securitisation, Butterworths, 1990, London.

Bergström, Sture, Skatter och civilrätt, 1978 (avhandling).

Cranston Ross, Principels of banking law, Oxford university press, 2002, Oxford.

Esposito, Paolo., Securitization, International Financial Law Review, Special Supplement April 1998 p. 43-47 (Italy A Legal Guide)

Flora, Paola., Tax Treatment of Securitization of Receivables, DFI January/February 2003 p. 13-17, Interantional Bureau of Fiscal Documentation

Flora, Paola. & Salvadori di Wiesenhoff, Vittorio., Securitization in Italy Using a Non-Italian Resident Vehicle: Legal and Tax Issues, European Taxation March 2003 p.80-86, Interantional Bureau of Fiscal Documentation

Flora, Paola., Saffirio, Smeralda. & Salvandori di Wiesenhoff, Vittorio, The Italian Law on Securitisation Transations: Accounting and Tax issues, European Taxation October Volume 42 Nr. 10, 2002 p. 429-437, Interantional Bureau of Fiscal Documentation

Freshfields Bruckhaus Deringer, Securitisation in Italy, June 2002 p.1-27

Freshfields Bruckhaus Deringer, Trade receiveables securitisation in Italy, June 2002 p.1-11.

Freshfields Bruckhaus Deringer, Italian securitisation, June 2001 p.1-19.

Funered E.Urban, Bankernas risktagande, Nerenius & Santerus Förlag, 1994, Stockholm

Giampieri, Alberto. & Nardulli, Giovanni., Securitization, International Financial Law Review, A Special IFLR Supplement March 2000 P. 31-34 (Italy A Legal Guide).

Hultqvist, Anders., Moms och finansiella tjänster, Norstedts Juridik AB, 1998, Stockholm

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

International Financial Law Review, A Special IFLR Supplement 2002 p. 83-84. (Structured Finance Yearbook 2002).

Ljungfelt Kristoffer, Wijkström Fredrik, Värdepapperisering som en alternativ finansieringsform för svenska fastighetsbolag, Ekonomihögskolan vid Lunds universitet, 2003, Lund.

Lodin, Sven-Olof., Lindencrona, Gustaf., Melz, Peter., Silfverberg, Christer., Inkomstskatt – en läro- och handbok i skatterätt, Del I&II, Studentlitteratur, 2001, Lund.

Martinsson Claes, Kreditsäkerhet i fakturafordringar – en förmögenhetsrättslig studie, Iustus Förlag, 2002, Uppsala.

Mellqvist Mikael, Persson Ingemar, Fordran & Skuld, Iustus Förlag, 2001, Uppsala

Månsson Fredrik, Andersson Per-Ulrik (red.), Värdepapperisering – Securitisation, Norstedts Juridik AB, 1995, Stockholm.
Nilsson Stellan, Redovisningens normer och normbildare, Studentlitteratur, 1999, Lund.

Nydren Birger, Om kreditrisker och juridiska risker vid s.k. värdepapperisering, Svensk Juristtidning _ SvJT 1995:3 sid. 221 – 240

Olsson, Henrik och Jansson, Petra., Värdepapperiseringen - ur ett skatterättsligt perspektiv, Juridiska fakulteten vid Lunds universitet, 1998, Lund.

Rotondaro, Carmine., Tax Treaty Characterization Issues of Credit Derivatives, DFI March/April 2000 p. 79-99, IBFD Publications BV

Skatteverket,Handledning för mervärdeskatt 2004, Avesta 2004

Thomasson Jan, Extern redovisning och finansiell analys, Liber Ekonomi, 2000, Malmö.

Welamsson Lars, Konkurs, Norstedts Juridik AB,1997, Stockholm.

Wiman, Bertil., Beskattning av företagsgrupper, Norstedts Juridik AB 2002, Stockholm.

Telefonsamtal

Lars Afrell, departementsråd vid Finansdepartementet, 17 mars 2004, Stockholm.

Ulf Alsterlind, processutvecklare, processserver, vid Sveriges bostadsfinansieringsaktiebolag (SBAB), 25 mars 2004, Karlstad.

Maria Eriksson, ekonom vik avdelningen för penningpolitikstatistikenheten (APP) vid Riksbanken, 5 april 2004, Stockholm.

Per-Ulrik Andersson, advokat och medförfattare till boken Värdepapperisering – Securitisation, 5 april 2004, Stockholm.

Torkel Gregow, f.d. justitierådet, 7 april 2004, Stockholm.

Bengt-Göran Löwenthal, chef vid utredningsavdelningen Svenska Bankförening, 13 april 2004, Stockholm

Elektroniska källor

www.bondmarket.com

www.scb.se

www.sbab.se

www.srminv.com

www.modys.com

www.vinod.kothari.com

Rättsfallsförteckning

Regeringsrätten Årsbok

RÅ 1989 ref 62 I och II

RÅ 1990 ref 101

RÅ 1992 ref 56

RÅ 1994 ref 56

RÅ 1994 not 486

RÅ 1996 not. 243

RÅ 1998 not. 111

RÅ 1999 not. 46

Rättsfall från EG-domstolen

Becker v Finanzamt Münster-Innenstadt, mål 8/81 (1982) ECR 53

Grendel GmbH v Finanzamt für Körperschaften in Hamburg, mål 255/81
(1982) ECR 2301

Sparekassernes Datacenter v Skatteministeriet, mål C-2/95

Van Duyn v Home Office, mål 41/74 (1974) ECR 1337