

Innehåll

1	Promemorians huvudsakliga innehåll.....	7
2	Lagförslag.....	11
2.1	Förslag till lag om säkerställda obligationer	11
2.2	Förslag till ändring i förmånsrättslagen (1970:979)	21
2.3	Förslag till ändring i försäkringsrörelselagen (1982:713).....	22
2.4	Förslag till ändring i lagen (1990:1114) om värdepappersfonder	25
3	Bakgrund.....	27
3.1	Hypoteksmarknaden i EU.....	27
3.2	Den svenska obligationsmarknaden.....	35
3.3	Kreditgivning på den svenska bolånemarknaden.	40
3.4	EG-rättens regler om säkerställda obligationer.....	45
3.5	ECB:s regler om godkända säkerheter.....	52
3.6	Den nationella regleringen av obligationsmarknaden i vissa EU-länder.....	54

3.7	Den svenska regleringen om soliditet och enhandsengagemang.....	65
3.8	Värdepapperisering.....	71
4	Motiv för en svensk lagreglering om säkerställda obligationer.....	73
5	Säkerställda obligationer	85
5.1	Funktionell eller institutionell reglering ?	85
5.2	Institutens säkerhetsmassa.....	89
5.2.1	Bakgrund.....	89
5.3	Krediter mot säkerhet i fast egendom, tomträtt eller bostadsrätt (hypotekskrediter).....	90
5.3.1	Krediter utan säkerhet till vissa särskilt säkra låntagare (offentliga krediter)	99
5.3.2	Fyllnadssäkerheter	102
5.3.3	Tidigare utgivna obligationer och lämnade krediter.....	106
5.3.4	Varje obligation säkerställs med antingen hypotekskrediter eller offentliga krediter.....	109
5.4	Belåningsgrader och värderingsregler för hypotekskrediterna.....	111
5.5	Matchning mellan emittentinstitutens tillgångar och skulder.....	117
5.6	Förmånsrätt för obligationsinnehavarna.....	124
5.7	Skyldighet att förteckna obligationerna och säkerhetsmassan i register.....	133
5.8	Finansinspektionens tillstånd, särskilda tillsyn och ingripanden m. m.....	137

6	Särskilda regler om soliditet och enhandsengagemang	147
7	Ekonomiska konsekvenser	155
8	Författningskommentar	161
8.1	Förslaget till lag om säkerställda obligationer	161
8.2	Förslaget till lag om ändring i förmånsrättslagen (1970:979)	169
8.3	Förslaget till lag om ändring i försäkringsrörelselagen (1982:713)	170
8.4	Förslaget till lag om ändring i lagen (1990:1114) om värdepappersfonder	170

1 Promemorians huvudsakliga innehåll

I promemorian, som har utarbetats inom Finansdepartementet – i vissa frågor efter samråd med Justitiedepartementet – föreslås lagregler beträffande vad som här benämns säkerställda obligationer. Förslag till lagstiftning i frågan har tidigare lämnats i betänkandet Säkrare obligationer? (SOU 1997:110) som överlämnades i augusti 1997 och som har remissbehandlats. Det nya förslaget i promemorian skall ses mot bakgrund av bl.a. den utveckling som ägt rum på senare år mot ökad integration och konkurrens på marknaderna för bostadsobligationer och bostadslån.

Säkerställda obligationer framstår inom EU alltmer som ett standardinstrument för upplåning och endast ett fåtal länder i unionen saknar lagregler om sådana obligationer. En möjlighet för svenska bostadsinstitut att emittera säkerställda obligationer skulle alltså ge svenska bostadsinstitut samma förutsättningar till upplåning som institut inom EU i växande omfattning har. Inte minst på grund av den tilltagande konkurrensen på obligationsmarknaden framstår en sådan konkurrensneutralitet som angelägen. Eftersom säkerställda obligationer anses särskilt säkra ger dessa vidare instituten möjligheter till minskade upplåningskostnader, vilket i förlängningen ökar förutsättningarna för svenska konsumenter att få lägsta möjliga räntor på sina bostadslån.

Förslagen innebär bl. a. följande: En svensk bank eller ett svenskt kreditmarknadsföretag får ge ut säkerställda obligationer och andra jämförbara skuldförbindelser. Reglerna har funktionell inriktning, vilket innebär att instituten kan välja om de enbart

vill ägna sig åt upp- och utlåning med anknytning till säkerställda obligationer eller om de även vill bedriva övrig bankrörelse- eller finansieringsverksamhet.

Ett institut som emitterar säkerställda obligationer skall från sin övriga verksamhet särskilja särskilda tillgångar, säkerhetsmassa, som vid varje tidpunkt skall överstiga det nominella värdet av de fordringar obligationsinnehavarna kan göra gällande mot institutet på grund av obligationsinnehavet. I förmånsrättslagen (1970:979) införs en ny bestämmelse som ger innehavare av säkerställda obligationer särskild förmånsrätt för kapital och upplupen ränta i säkerhetsmassan.

Säkerhetsmassan skall i första hand bestå av krediter som lämnats mot säkerhet i viss egendom (hypotekskrediter) eller krediter som beviljats vissa särskilt säkra låntagare (offentliga krediter). Hypotekskrediterna får bestå av krediter som är förenade med in-teckning i sådan fast egendom eller tomträtt som utgör bostads-, jordbruks-, affärs- eller kontorsfastighet samt av krediter som lämnats mot pant i bostadsrätt. Säkerheterna för krediterna måste vara belägna inom EES-området och krediter med säkerheter belägna utanför Sverige får utgöra maximalt 25 procent av säkerhetsmassan.

Vissa högsta belåningsgrader skall gälla för hypotekskrediterna. För fast egendom som utgör bostadsfastighet, för tomträtt som upplåtits för bostadsändamål samt för bostadsrätter skall den högsta belåningsgraden vara 70 procent av marknadsvärdet. Beträffande fast egendom som utgörs av jordbruks-, affärs- och kontorsfastigheter samt för tomträtt som upplåtits för sådana ändamål skall det högsta belåningsvärdet vara 60 procent av marknadsvärdet. Den grundläggande principen för värdering av fast egendom, tomträtt och bostadsrätt anges i lag.

Offentliga krediter får lämnas till sådana låntagare som omfattas av 3 kap. 1 § första stycket A lagen (1994:2004) om kapitaltäckning och stora exponeringar för kreditinstitut och värdepappersbolag,

bl. a. svenska staten och svenska kommuner samt vissa stater, centralbanker och kommuner inom EES och OECD.

Förutom hypotekskrediter och offentliga krediter får instituten även låta vissa andra tillgångar av särskilt säkert och likvid karaktär (fyllnadssäkerheter) ingå i säkerhetsmassan. Andelen fyllnadssäkerheter får såsom huvudregel utgöra högst 20 procent.

Varje obligation får endast säkerställas med antingen hypotekskrediter eller offentliga krediter. Instituterna skall i register förteckna de utestående säkerställda obligationerna och den säkerhetsmassa som utgör säkerhet för dessa obligationer. Register skall föras separat över hypotekskrediter och över offentliga krediter. Inom instituten skall det utses en registeransvarig, som skall godkännas av Finansinspektionen.

Den nya verksamheten får bedrivas efter tillstånd från Finansinspektionen. Först när institutet uppfyller de nya reglerna och kan redovisa att inte någon borgenär efter en emission kommer att ställas i sämre läge än om emissionen inte ägt rum, kan tillstånd för verksamheten lämnas och den nya förmånsrätten börja gälla.

De krediter och obligationer som institutet redan beviljat respektive gett ut – innan detta fått tillstånd att ge ut säkerställda obligationer – får under vissa förutsättningar omfattas av de nya reglerna om Finansinspektionen lämnar tillstånd till det. Äldre krediter som säkerställts med kommunal borgen eller liknande får dock, utan att inspektionens medgivande krävs, ingå i säkerhetsmassan under hela krediternas ordinarie löptid.

Finansinspektionen skall utöva särskild tillsyn över att svenska institut som ger ut särskilt säkerställda obligationer iakttar de föreslagna bestämmelserna. De nya bestämmelserna tas in i en särskild lag, lagen om säkerställda obligationer.

I försäkringsrörelselagen (1982:713) införs den undantagsregel för försäkringsföretags enhandsengagemang i säkerställda obligationer som återfinns i EG:s s.k. tredje generationens försäkringsdirektiv. Gränsen höjs på så sätt att företagen får

placera medel i säkerställda obligationer motsvarande upp till 25 procent av de försäkringstekniska avsättningarna.

Den bestämmelse i lagen (1990:1114) om värdepappersfonder genom vilken undantagsreglerna i tilläggsdirektivet till det s.k. UCITS-direktivet har införlivats i svensk rätt ges en utförligare och tydligare lydelse.

De nya bestämmelserna föreslås träda i kraft den 1 juli 2002.

2 Lagförslag

2.1 Förslag till lag om säkerställda obligationer

Härigenom föreskrivs följande.

1 kap. Inledande bestämmelser

Lagens tillämpningsområde

1 § Denna lag innehåller bestämmelser om svenska bankers och kreditmarknadsföretags rätt att låna upp pengar genom att ge ut säkerställda obligationer.

Definitioner

2 § I denna lag förstås med

säkerställda obligationer: obligationer och andra jämförbara skuldförbindelser som är förenade med förmånsrätt i emittentinstitutens säkerhetsmassa i enlighet med bestämmelserna i denna lag och 4 b § förmånsrättslagen (1970:979),

säkerhetsmassa: de krediter och fyllnadssäkerheter i vilka obligationsinnehavarna har förmånsrätt i enlighet med bestämmelserna i denna lag och 4 b § förmånsrättslagen,

hypotekskrediter: de krediter i säkerhetsmassan som emittentinstituten i enlighet med denna lag beviljat mot in-teckning i fast egendom eller tomträtt eller mot pant i bostadsrätt,

offentliga krediter: de krediter i säkerhetsmassan som emittentinstituten i enlighet med denna lag lämnat till vissa särskilt säkra låntagare,

fyllnadssäkerheter: tillgångar av särskilt säkert slag som får ingå i säkerhetsmassan men som inte består av hypotekskrediter eller offentliga krediter,

bank: ett svenskt bankaktiebolag, en svensk sparbank eller en svensk medlemsbank,

kreditmarknadsföretag: ett svenskt aktiebolag eller en svensk ekonomisk förening som har fått tillstånd att driva finansieringsverksamhet enligt lagen (1992:1610) om finansieringsverksamhet,

emittentinstitut: en bank eller ett kreditmarknadsföretag som fått tillstånd enligt denna lag att ge ut säkerställda obligationer,

EES: Europeiska ekonomiska samarbetsområdet.

2 kap. Förutsättningar för tillstånd m. m.

Tillståndsplikt

1 § Banker och kreditmarknadsföretag får ge ut säkerställda obligationer efter tillstånd av Finansinspektionen. Tillstånd får meddelas ett sådant institut om

1. bolagsordningen eller stadgarna inte strider mot denna lag eller någon annan författning,
2. den planerade rörelsen kan antas komma att uppfylla kraven på en sund verksamhet,

3. institutet redovisar att dess fordringsägare inte kommer att försättas i en sämre situation om institutet ger ut säkerställda obligationer, och

4. institutet uppfyller de villkor i övrigt som anges i denna lag.

I institutets redovisning enligt första stycket 3 skall ingå ett yttrande från institutets revisorer som styrker redovisningen.

Medgivande avseende redan utgivna obligationer och lämnade krediter

2 § Finansinspektionen får medge ett emittentinstitut att tillämpa denna lag även på skuldförbindelser och krediter som tillkommit före det att institutet fått tillstånd att ge ut säkerställda obligationer.

Ett sådant medgivande får lämnas om

1. skuldförbindelserna och krediterna uppfyller vad som anges i denna lag,

2. kredittagarna på rätt sätt har fullgjort sina åtaganden enligt kreditavtalen, och

3. nya värderingar av säkerheter för hypotekskrediter har utförts enligt 3 kap. 7 och 8 §§, om det vid ansökningstillfället har funnits anledning att anta att marknadsvärdet på säkerheterna har avsevärt försämrats.

Skyddad benämning

3 § Benämningen säkerställda obligationer får endast användas som beteckning för sådana skuldförbindelser som omfattas av denna lag.

3 kap. Emittentinstitutets verksamhet

Tillåtna krediter i säkerhetsmassan

1 § Säkerhetsmassan får bestå av

1. hypotekskrediter som lämnats mot inteckning i fast egendom eller tomträtt som är avsedd för bostads-, jordbruks-, kontors- eller affärsändamål, mot pant i bostadsrätt eller mot motsvarande utländsk säkerhet, och
2. offentliga krediter som lämnats till låntagare som avses i 3 kap. 1 § första stycket A lagen (1994:2004) om kapitaltäckning och stora exponeringar för kreditinstitut och värdepappersbolag.

Fyllnadssäkerheter i säkerhetsmassan

2 § Säkerhetsmassan får kompletteras med fyllnadssäkerheter. Dessa får endast bestå av sådana tillgångar som anges i 3 kap. 1 § första stycket A i lagen (1994:2004) om kapitaltäckning och stora exponeringar för kreditinstitut och värdepappersbolag. Om det finns särskilda skäl, får Finansinspektionen medge att även andra tillgångar används som fyllnadssäkerheter.

Andelen fyllnadssäkerheter får uppgå till högst 20 procent av säkerhetsmassan i respektive register enligt 12 §. Om det finns särskilda skäl får Finansinspektionen medge att andelen för en begränsad tid uppgår till högst 30 procent.

Hypotekskrediter med utländska säkerheter

3 § Hypotekskrediter får endast säkerställas med säkerheter belägna inom EES. Andelen krediter som är säkerställda med säkerheter belägna i ett annat EES-land än Sverige får uppgå till

högst 25 procent av den säkerhetsmassa som består av hypotekskrediter.

Om det finns särskilda skäl, får Finansinspektionen medge att hypotekskrediterna får säkerställas med säkerheter utanför EES och att andelen säkerheter belägna i ett annat EES-land än Sverige får överstiga 25 procent.

Redan pantsatt egendom i säkerhetsmassan

4 § Tillgångar får användas som säkerhetsmassa endast till den del de inte belastas av panträtt eller annan säkerhetsrätt.

Koppling mellan obligationer och kredittyper

5 § Varje säkerställd obligation får säkerställas med antingen hypotekskrediter eller offentliga krediter.

Vid emission av säkerställda obligationer skall emittentinstitutet ange vilken kategori krediter som skall utgöra säkerhetsmassa för obligationerna.

Belåningsgrader

6 § Om ett emittentinstitut lämnar en hypotekskredit får kreditens belopp i förhållande till säkerhetens marknadsvärde enligt 7 § i varje enskilt fall inte överstiga

1. 70 procent, för fast egendom och tomträtt som är avsedd för bostadsändamål samt för bostadsrätter, och

2. 60 procent, för fast egendom och tomträtt som är avsedd för jordbruks-, affärs- och kontorsändamål.

Samma belåningsgrader gäller för motsvarande utländska säkerheter.

Värderingsprincip

7 § I samband med att ett emittentinstitut lämnar hypotekskrediter skall säkerheternas marknadsvärde fastställas genom individuell värdering.

Med marknadsvärde avses det pris som med säkerhet skulle uppnås vid en frivillig, offentligt utbudens försäljning på en marknad som tillåter försäljning i normal ordning och där skälig tid ges för förhandlingar. Bedömningen av marknadsvärdet skall ske med en försiktig värdering och med bortseende från spekulativa och tillfälliga förhållanden.

Hur värderingen skall utföras

8 § Värderingen skall utföras av en värderingsman med erforderlig kompetens och dokumenteras. Av dokumentationen skall framgå vem som utfört värderingen samt när och på vilka grunder den har utförts.

Säkerheternas värde vid villkorsändring

9 § Ett emittentinstitut skall fortlöpande kontrollera marknadsvärdet för den egendom eller de rättigheter som utgör säkerheter för hypotekskrediterna.

Om vid villkorsändring en säkerhet minskat i värde så att relationen mellan denna och lånebeloppet avsevärt förändrats, får emittentinstitutet som säkerhetsmassa endast inräkna den del av hypotekskrediten som motsvarar

1. 70 procent av den underliggande säkerhetens värde, för fast egendom och tomträtt som är avsedd för bostadsändamål och för bostadsrätt, och

2. 60 procent av den underliggande säkerhetens värde, för fast egendom och tomträtt som är avsedd för jordbruks-, affärs- eller kontorsändamål.

Matchning av tillgångar och skulder

10 § Det nominella värdet av säkerhetsmassan skall vid varje tidpunkt överstiga det sammanlagda nominella värdet av de fordringar som kan göras gällande mot emittentinstitutet på grund av säkerställda obligationer.

Förmånsrätt vid emittentinstitutets konkurs

11 § Innehavarna av säkerställda obligationer har förmånsrätt avseende kapital och upplupen ränta i de tillgångar som finns antecknade i register enligt 12 § (säkerhetsmassan) när ett emittentinstitut försätts i konkurs eller utmätning sker hos institutet.

Skyldighet att föra register

12 § Ett emittentinstitut skall föra register som vid varje tidpunkt utvisar det nominella värdet av de utestående säkerställda obligationerna och av den säkerhetsmassa som är knuten till obligationerna. Register skall föras separat över hypotekskrediter och offentliga krediter.

Registrets innehåll i fråga om obligationer

13 § Registren skall för varje säkerställd obligation innehålla uppgifter om obligationens nominella värde, ränta och löptid. För respektive register skall månadsvis fastställas det sammanlagda nominella värdet av de säkerställda obligationerna.

Registrets innehåll i fråga om säkerhetsmassan

14 § Registret skall för varje enskild kredit innehålla uppgifter om kreditens nummer, låntagare, nominella värde, återbetalningstid och ränta. För hypotekskrediter skall framgå de underliggande säkerheternas värde samt när och på vilka grunder värderingen utförts. Om fyllnadssäkerheter ingår i säkerhetsmassan skall anges vilka tillgångar som omfattas, deras nominella värde samt, i förekommande fall, tillgångens löptid och ränta.

För respektive register skall månadsvis anges det sammanlagda nominella värdet av krediterna och fyllnadssäkerheterna.

Registrets innehåll i fråga om redan pantsatt egendom

15 § Om en tillgång som antecknats i registret har upplåtits med en sådan rätt att dess fulla värde inte kan utnyttjas såsom säkerhetsmassa skall detta antecknas i registret.

Registeransvarig

16 § Inom ett emittentinstitut skall utses en för uppgiften lämplig person som skall ansvara för registret (registeransvarig). Denne skall godkännas av Finansinspektionen.

4 kap. Särskilda regler om tillsyn och ingripanden m. m.*Särskild tillsyn*

1 § Finansinspektionen skall utöva tillsyn över att ett emittentinstitut följer bestämmelserna i denna lag och föreskrifter som meddelats med stöd av lagen. Inspektionen skall vid sin tillsyn över instituten även se till att en sund utveckling av verksamheten främjas.

Inspektionen skall föra en förteckning över emittentinstitut. Förteckningen skall innehålla uppgifter om de institut som beviljats tillstånd att ge ut säkerställda obligationer, om de obligationer som instituten gett ut i enlighet med denna lag samt om de egenskaper säkerhetsmassan för dessa obligationer har. Förteckningen skall tillställas Europeiska gemenskapernas kommission.

Allmänt ombud

2 § Vid konkurs i ett emittentinstitut skall det allmänna ombud som förordnats enligt 7 kap. 26 § bankrörelselagen (1987:617) eller 5 kap. 8 § lagen (1992:1610) om finansieringsverksamhet särskilt se till att obligationsinnehavarna får del av förmånsrätt enligt 3 kap. 11 §.

Föreläggande att utöka säkerhetsmassan

3 § Om säkerhetsmassans värde inte överstiger obligationernas värde på sätt som föreskrivs i 3 kap. 10 §, får Finansinspektionen förelägga emittentinstitutet att inom viss tid utöka säkerhetsmassan så att sådan övervikt uppnås.

Avgifter till Finansinspektionen

4 § Emittentinstitut skall med årliga avgifter bekosta Finansinspektionens verksamhet med anknytning till denna lag enligt de närmare föreskrifter som regeringen meddelar.

Överklagande

5 § Finansinspektionens beslut enligt 2 kap. 1 och 2 §§ överklagas till kammarrätten. Inspektionens beslut enligt 3 kap. 2 och 3 §§ överklagas till länsrätten. Prövningstillstånd krävs vid överklagande till kammarrätten av länsrättens beslut.

Bemyndiganden

6 § Regeringen eller, efter regeringens bemyndigande Finansinspektionen får meddela närmare föreskrifter om

1. den verksamhet ett emittentinstitut får bedriva i enlighet med denna lag,
2. innebörden av respektive kategori fast egendom och tomträtt i 3 kap. 1 § första stycket 1,
3. hur värderingen av säkerheterna enligt 3 kap. 8 § skall utföras,
4. hur värderingen av säkerhetsmassan och obligationsinnehavarnas fordringar enligt 3 kap. 10 § skall utföras,
5. förande av register, dess innehåll samt den registeransvariges kompetens och uppgifter enligt 3 kap. 12–16 §§.

Ikraftträdande- och övergångsbestämmelser

1. Denna lag träder i kraft den 1 juli 2002.
2. Krediter som beviljats innan denna lag trätt i kraft och som säkerställts med borgen eller liknande förpliktelse från en svensk kommun får ingå i säkerhetsmassan under hela kreditens ordinarie löptid. Krediterna skall jämföras med offentliga krediter enligt 3 kap. 1 § första stycket 2.

2.2 Förslag till ändring i förmånsrättslagen (1970:979)

Härigenom föreskrivs att det i förmånsrättslagen (1970:979) skall införas en ny paragraf 4 b, av följande lydelse.

4 b § Förmånsrätt följer med fordran som innehavare av skuldförbindelser utgivna enligt lagen (2001:000) om säkerställda obligationer har hos svenska banker eller kreditmarknadsföretag på grund av innehavet av skuldförbindelserna. Förmånsrätten gäller i den egendom och omfattning som anges i 3 kap. 11 § samma lag.

Denna lag träder i kraft den 1 juli 2002.

2.3 Förslag till ändring i försäkringsrörelselagen (1982:713)

Härigenom föreskrivs att 7 kap. 10 c § försäkringsrörelselagen (1982:713)¹ skall ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse

Föreslagen lydelse

7 kap.

10 §²

Värdet av en enskild placering får motsvara högst följande andelar av det belopp som skall skuldäckas:

1. Fem procent om placeringen utgörs av en fastighet, tomträtt eller byggnad, eller en grupp av sådan egendom, om egendomen eller egendomarna är belägna på ett sådant sätt att de ut risksynpunkt utgör en investering. motsvarande skall gälla för andelar i sådan egendom.

2. Fem procent om placeringen utgörs av aktier och andra värdepapper som kan jämföras med aktier eller obligationer eller skuldförbindelser från samma emittent eller samma låntagare, om inte annat följer av 3.

2. Fem procent om placeringen utgörs av aktier och andra värdepapper som kan jämföras med aktier eller obligationer eller skuldförbindelser från samma emittent eller samma låntagare, om inte annat följer av 3 eller 5.

3. Tio procent om placeringen utgörs av aktier och andra värdepapper som kan jämföras med aktier eller obligationer eller skuldförbindelser från samma emittent eller låntagare, om denne är

3. Tio procent om placeringen utgörs av aktier och andra värdepapper som kan jämföras med aktier eller obligationer eller skuldförbindelser från samma emittent eller låntagare, om denne är

¹ Lagen omtryckt 1995:1567.

² Senaste lydelse 1995:779.

sådant rättssubjekt som anges i 10 § första stycket 8 eller 9. Det sammanlagda innehavet av sådana tillgångar får uppgå till högst 40 procent av det belopp som skall skuldtäckas. Andelen aktier eller andra värdepapper som kan jämföras med aktier från samma emittent får dock inte överstiga fem procent av det belopp som skall skuldtäckas.

4. Tio procent om placeringen utgörs av andelar i värdepappersfonder som förvaltas av samma fondbolag eller fondföretag, om inte annat medges av Finansinspektionen.

sådant rättssubjekt som anges i 10 § första stycket 8 eller 9. Det sammanlagda innehavet av sådana tillgångar *eller av placeringar enligt 5* får uppgå till högst 40 procent av det belopp som skall skuldtäckas. Andelen aktier eller andra värdepapper som kan jämföras med aktier från samma emittent får dock inte överstiga fem procent av det belopp som skall skuldtäckas.

5. Tjugofem procent om placeringarna utgörs av skuldförbindelser utgivna enligt lagen (2001:000) om säkerställda obligationer. Detsamma gäller skuldförbindelser som getts ut av ett utländskt kreditinstitut med säte inom EES om följande förutsättningar är uppfyllda. Kreditinstitutet skall enligt lag vara underkastat särskild offentlig tillsyn avsedd att skydda innehavarna av institutets skuldförbindelser. De belopp som härrör från skuldförbindelserna skall kreditinstitutet enligt lag investera i tillgångar som under hela skuldförbindelsernas giltighetstid kan täcka fordringar som har

samband med dessa. Om kreditinstitutet inte förmår betala sina skulder skall de tillgångar i vilka institutet sålunda investerat för att täcka fordringarna prioriteras för återbetalning av kapital och ränta till innehavarna av skuldförbindelserna.

Begränsningarna i första stycket 2 och 3 skall tillämpas på motsvarande sätt för grupper av emittenter eller låntagare med inbördes anknytning. Med en sådan grupp avses två eller flera fysiska eller juridiska personer som utgör en helhet från risksynpunkt därför att någon av dem har, direkt eller indirekt, ägarinflytande över en eller flera av de övriga i gruppen, eller de utan att stå i sådant förhållande har sådan inbördes anknytning att någon eller samtliga av de övriga kan råka i betalningssvårigheter om en av dem drabbas av finansiella problem.

Begränsningarna i första stycket 2 och 3 gäller inte sådana i 10 § första stycket 1–5 angivna tillgångar som får användas för skuldtäckning.

Regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, Finansinspektionen får inom de ramar som anges i första stycket meddela ytterligare föreskrifter om lämpligt riskspridning.

Finansinspektionen får, om det finns särskilda skäl, medge tillfälliga avvikelser från de begränsningar som anges i första stycket.

Denna lag träder i kraft den 1 juli 2002.

2.4 Förslag till ändring i lagen (1990:1114) om värdepappersfonder

Härigenom föreskrivs att 19 § lagen (1990:1114) om värdepappersfonder skall ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse

Föreslagen lydelse

19 §³

I en värdepappersfond får, med de begränsningar som följer av 23 §, ingå fondpapper och andra finansiella instrument med samme emittent till högst

1. 5 procent av fondens värde, eller
 2. 10 procent av fondens värde, om det sammanlagda innehavet av sådana tillgångar uppgår till högst 40 procent av fondens värde, eller
 3. 25 procent av fondens värde, om de består av *skuldobligationer utfärdade av ett kreditinstitut som har säte i ett annat land inom EES och som enligt lag är underkastat särskild tillsyn avsedd att skydda innehavare av institutets obligationer, under förutsättning att det sammanlagda värdet av dessa tillgångar uppgår till högst 80 procent av fondens värde, eller*
3. 25 procent av fondens värde, om de består av *skuldförbindelser som utgivits enligt lagen (2001:000) om säkerställda obligationer, under förutsättning att det sammanlagda värdet av dessa tillgångar uppgår till högst 80 procent av fondens värde. Detsamma gäller skuldförbindelser som utgivits av ett utländskt kreditinstitut med säte inom EES om följande förutsättningar är uppfyllda. Kreditinstitutet skall enligt lag vara underkastat särskild offentlig tillsyn avsedd att skydda innehavarna av institutets skuldförbindelser. De belopp som härrör från skuld-*

³ Senaste lydelse 1192:1320.

förbindelserna skall kreditinstitutet enligt lag investera i tillgångar som under hela skuldförbindelsernas giltighetstid kan täcka fordringar som har samband med dessa. Om kreditinstitutet inte förmår betala sina skulder skall de tillgångar i vilka institutet sålunda investerat för att täcka fordringarna prioriteras för återbetalning av kapital och ränta till innehavarna av skuldförbindelserna, eller

4. 35 procent av fondens värde, om de är utfärdade eller garanterade av en stat, en kommun eller en statlig myndighet i ett land inom EES eller något allmänt internationellt organ i vilket ett eller flera länder EES är medlemmar.

Om en värdepappersfond eller förvärvet kommer att överskrida någon av gränserna i denna paragraf skall fondpapper och andra finansiella instrument avyttras i motsvarande mån så snart det lämpligen kan ske, varvid skälig hänsyn skall tas till andelsägarnas intressen

Denna lag träder i kraft den 1 juli 2002.

3 Bakgrund

3.1 Hypoteksmarknaden i EU

En hypoteksmarknad omfattar i första hand hypotekslån till fastighetssektorn, finansierad med s.k. bostadsobligationer. I ett EU-perspektiv har denna marknad aldrig tillnärmelsevis varit lika stor, homogen och likvid som för statsobligationer, där man kan tala om en integrerad marknad. I många länder sker finansiering av hypotekslån istället i stor utsträckning i andra former än via bostadsobligationer utgivna av specialiserade hypoteksinstitut. Såväl upplåning som utlåning sker vidare till helt övervägande del på respektive nationella hypoteksmarknad.

En expansiv hypotekslånemarknad

På utlåningssidan är således skillnaderna stora mellan länderna såväl beträffande olika former av hypoteksinstitut som de låneinstrument som används. Gemensamt för utvecklingen under 1990-talet är emellertid en kraftig expansion på hypotekslånemarknaden – en expansion som väsentligt överstiger den nominella BNP-tillväxten. I första hand torde detta ha sin grund i makroekonomiska förhållanden såsom låga och stabila räntor. Ytterligare bidragande faktorer har varit tidigare avregleringar av kreditmarknaden som resulterat i mindre strikta gränsdragningar mellan olika instituts verksamhetsområden och ökad konkur-

rens. Hypotekslånemarknaden har således kunnat exploateras av ett ökat antal olika aktörer och inte bara av specialiserade hypoteksinstitut/hypoteksbanker.

Till länder med stora hypotekslänestocker hör Tyskland, Storbritannien, Nederländerna, Danmark och Sverige. I dessa länder uppgår volymen hypotekslån i ekonomin till mellan 50 och 70 procent av BNP. Den franska marknaden hör i absoluta tal till de största men inte i relation till BNP. Tillväxten har dock varit kraftigast i länder med i absoluta tal mer begränsade nationella marknader, såsom Spanien, Portugal och Irland. Genomsnittligt uppgår hypotekslånemarknaden i EU till drygt 40 procent av BNP.

Tillgängliga låneformer varierar starkt liksom lånevillkor vad gäller räntor, återbetalningstid och belåningsgrader, i huvudsak beroende på de varierande slag av låneinstitut som är verksamma på marknaden. Skillnaderna speglar också de strukturella och legala skillnader som finns på bygg- och fastighetsmarknaderna inom EU. Hypotekslånemarknaderna är mer eller mindre koncentrerade till bostadssektorn. I genomsnitt utgör den kommersiella fastighetsfinansieringen endast omkring 15 procent av marknaden, en del som dock ökar.

Hypotekslån förmedlas av en mängd olika slag av banker, hypoteksinstitut och andra specialiserade institut som bospar-kassor. Avregleringar har inneburit mindre dominans för mer specialiserade institut till förmån för t.ex. affärsbanker. Inte desto mindre svarar de mer specialiserade hypotekslåneinriktade instituten för omkring 60 procent av marknaden. Hypoteksinstitut är helt dominerande på marknaden i Danmark och Sverige och är betydande i Frankrike, Nederländerna, Tyskland och Österrike.

Beträffande de olika lånekonstruktionerna karakteriseras de danska och tyska hypoteksinstitutens verksamhet av utlåning med lång löptid och bunden ränta. Danska realkreditlån är särskilt långfristiga, som regel 30 år. Lånen kan alltid mot en kostnad förtidsinlösas. Belåningsgraderna varierar från i genomsnitt omkring 50 procent i Grekland och Österrike till 80 procent i

Danmark. Flertalet länder tillämpar någon form av bunden ränta för en på förhand bestämd tidsperiod från 1 år och längre.

Skiftande finansieringsformer

Den dominerande finansieringsformen för hypotekslån inom flertalet EU-länder utgörs av kontosparande i olika slag av banker och kontoförande institut. Denna finansieringsform motsvarar drygt 60 procent av den totala marknaden. Att utnyttja kapitalmarknaden som finansieringskälla är väsentligt mindre förekommande inom EU generellt. Hypoteksobligationer, som är den näst största finansieringsformen, utgör inte mer än ca 20 procent av marknaden. Danmark, Tyskland och Sverige har dock sedan lång tid utvecklat en stor, likvid och mycket standardiserad nationell marknad för sådana obligationer. I andra länder med stora hypotekslånestockar som Nederländerna och Storbritannien sker inte finansieringen på samma enhetliga sätt. Resterande andel av den totala marknaden utgörs av andra institut som bosparkassor samt andra finansieringsformer såsom bankobligationer, eget kapital, lån från moderbanker etc.

Värdepapperisering, i den meningen att bostadslånen säljs av från de långivande institutens balansräkning, är en outvecklad finansieringsform inom EU. Endast Storbritannien och Irland har en viss storlek på verksamheten. Totalt sett bedöms värdepapperisering representera mindre än 1 procent av bostadsfinansieringen i EU. Detta till skillnad från USA som sedan länge har utvecklat en betydande marknad för värdepapperisering av bl.a. bostadsfinansiering. Denna marknad är emellertid uppbyggd med betydande offentliga inslag och garantier. Någon motsvarande struktur kan inte förutses inom EU. Det hindrar inte att värdepapperisering på sikt kan bli ett mer använt finansieringsinslag även i Europa.

Strukturen på hypoteksobligationsmarknaden

Närmare 90 procent av marknaden för hypoteksobligationer avseende fastighetsfinansiering inom EU utgörs i dag av de tre länderna Tyskland (44 procent), Danmark (29 procent) och Sverige (15 procent). Resterande 12 procent av marknaden delas av sju länder bland vilka Frankrike, Österrike och Spanien utgör de större marknaderna.

Vad gäller de tre tongivande länderna kan sägas att i Danmark och Sverige domineras marknaden av bostadsobligationer där en hög grad av homogenitet och koncentration utvecklats. Storleksmässigt ligger den i nivå med statsobligationsmarknaden. Antalet emitterande institut uppgår till ett tiotal på respektive nationell marknad, varav ungefär en handfull utgör de ledande aktörerna.

Tyskland uppvisar en mer differentierad struktur. Hypoteksobligationsutbudet domineras av s.k. pfandbriefe emitterade av ett relativt stort antal hypoteksbanker, omkring 25 till antalet. Marknaden för pfandbriefe består dels av s.k. hypotheken pfandbriefe, hypoteksobligationer för fastighetsfinansieringsändamål, dels av s.k. öffentliche pfandbriefe eller obligationer för den offentliga, främst kommunala sektorn. De senare utgör den avgjort större marknaden av de två och den internationellt mest handlade. Emissioner sker i särskilt stora volymer, s.k. jumbo-pfandbriefe. Denna marknad är mycket stor i Tyskland och tyska öffentliche pfandbriefe har utvecklats till ett ledande, räntebärande kapitalmarknadsinstrument i EU. Trots den tyska hypoteksmarknadens storlek i ett europeiskt perspektiv utgör hypoteksbankernas utlåning endast ca 20 procent av den totala tyska fastighetsfinansieringen. I Sverige och än mer i Danmark är hypoteksinstituterna däremot helt dominerande på fastighetsmarknaden.

I Danmark emitteras genomgående 30-åriga s.k. realkreditobligationer. I Tyskland emitteras betydligt kortare hypoteksobligationer, löptiden är mellan 5 och 10 år. I Sverige är bostadsobligationerna än mer kortfristiga, från 2 till 5 år.

På placerings sidan finns också likheter mellan dessa länder. De institutionella investerarna som försäkringsbolag, fonder och banker dominerar. Andelen utländska placerare har däremot varit störst i Sverige och kan uppgå till omkring 20 procent beroende på institut och period. Den tyska utlandsandelen är lägre och ligger i storleksordningen 10 procent. I Danmark är utlandsandelen marginell. En förklaring är de mer komplicerade och särpräglade regler som omger den danska marknaden, bl.a. vad gäller förtida inlösen.

Skillnader i struktur och risk ger också utslag på ränteskillnaderna mellan hypoteks- och statsobligationer. Den tyska marknaden har som regel kännetecknats av små skillnader i storleksordningen 20 räntepunkter. Det speglar bl.a. den historiska stabiliteten i den tyska ekonomin. I samband med volatiliteten på de internationella finansmarknaderna som följd av Asien- och Rysslandskriserna ökade skillnaderna. För närvarande ligger ränteskillnaderna på omkring 40 räntepunkter med en nedåtgående trend. I Danmark är ränteskillnaden traditionellt större vilket till stor del bör kunna återföras på de särskilda reglerna för inlösen av lånen. I Sverige var räntedifferensen historiskt hög under bankkrisen i början på 1990-talet, mellan 150 och 200 räntepunkter. I och med normaliseringen på bankmarknaden minskade ränteskillnaden och under senare delen av 1990-talet har den legat i intervallet 30 till 100 räntepunkter.

Vad gäller verksamhets- och lånevillkor i de tongivande länderna, se avsnitt 3.6.

Särskild lagstiftning ger extra stimulans

Den danska och tyska hypoteksobligationsmarknaden har vuxit fram inom ramen för den särskilda lagstiftning som omger dessa obligationer (se närmare i avsnitt 3.6). Regleringen har mycket gamla anor och härstammar från slutet av 1700-talet. Lagstiftningen kan sägas vila på tre huvudpelare. De upplånade medlen kopplas till en viss tillgångsmassa på så sätt att tillgångsmassan under hela obligationernas giltighetstid minst skall motsvara

obligationsinnehavarnas fordringar. Obligationerna skall vidare vara förenade med förmånsrätt vid emittentinstitutets konkurs. Slutligen skall emittentinstitutet stå under särskild offentlig tillsyn.

Den särbehandling som lagstiftningen innebär har i modern tid fått genomslag i vissa EG-direktiv som reglerar försäkrings- och fondbolags placeringar samt kreditinstituts kapitaltäckningsregler. Innebörden är att obligationerna bedöms vara extra säkra placeringar och att det därför inte är nödvändigt med så strikta riskspridnings- och kapitalkrav (se avsnitt 3.4). Den europeiska centralbanken, ECB, har också klassat obligationerna som goda säkerheter vid upplåning i banken respektive i de nationella centralbankerna (se avsnitt 3.5).

Utvecklingen mot lägre inflation och inlåningsräntor samt införandet av euron och strävan mot en mer integrerad värdepappersmarknad med mer standardiserade upplåningsformer har under senare år stimulerat hypoteksobligationsmarknaden som finansierings- och placeringsform. De pågående ansträngningarna att skapa förutsättningar för en mer enhetlig europeisk finansmarknad förutses utgöra en fortsatt stimulans för att utveckla och bredda hypoteksobligationsmarknaden, bl.a. inom fastighetsfinansieringsområdet. Institutionella investerargrupper som pensionsfonder och försäkringsbolag ser här en stor placeringspotential.

Dessa olika förhållanden har under senare år fått ökad uppmärksamhet i Europa. Förhållandena har utgjort incitament för såväl ett antal medlemsländer i EU som några s.k. ansökarländer att införa motsvarande lagstiftning för säkerställda hypoteksobligationer. Dessa länder har i många fall ingen stark tradition på hypoteksobligationsområdet men ser den särskilda lagstiftningen som en viktig komponent i strävan att bygga upp en bredare inhemsk obligationsmarknad. Erfarenheterna av tyska och danska hypoteksinstituts verksamhet visar att dessa som regel fått en extra god rating. Med god likviditet för obligationerna och med tillgång till breda placerarkategorier har dessa institut kunnat tillgodogöra sig en konkurrenskraftig och

billig upplåning. Det bör dock framhållas att det i synnerhet är de tyska offentliche pfandbriefe som erhållit de bästa villkoren och varit föremål för de internationella placerarnas ökande intresse.

Exempel på EU-länder som under senare tid infört eller förändrat redan befintlig lagstiftning på området är Frankrike, Finland och Luxemburg. I Österrike och Spanien har den varit i kraft sedan längre tillbaka och i Belgien och Irland är lagstiftning under införande. Bland medlemskandidater med motsvarande, ny lagstiftning återfinns Ungern, Polen och Tjeckien.

En bredare europeisk hypoteksobligationsmarknad är således på väg att etableras om än från en i många länder begränsad omfattning. Marknaden har generellt tagit emot de nya obligationerna positivt. Det har dock skett samtidigt som euron etablerats och således i samband med omstruktureringar av placerarnas tillgångsportföljer. Det bör också framhållas att hypoteksmarknaden – i vart fall under de närmaste åren – kommer att präglas av nationella särdrag utifrån inte bara olika tradition och struktur men också olika tillämpning av den särskilda lagstiftningen. Ratinginstitut och placerare har sålunda att även i framtiden bedöma de nationella institutens särskilda karakteristika. Samtidigt finns en tendens att marknadsbedömarna ökar fokus på de enskilda institutens balansräkningar och tillgångsmassa. Kvaliteten i de enskilda låneportföljerna förutses få växande betydelse.

Någon helt homogen bostadsobligationsmarknad är det således inte fråga om under överskådlig tid men väl en marknad med vissa viktiga gemensamma nämnare, i första hand de grundläggande kriterierna i den särskilda lagstiftningen och den extra säkerhet som placerarna därmed åtnjuter. Samtidigt kan noteras att de nationella regelverken kan komma att ändras i syfte att undanröja påvisade brister och/eller bättre tillgodose marknadens krav på säkerhet, likviditet etc. Det bör hållas i åtanke att det inom ramen för de kriterier EU ställt upp för den särskilda lagstiftningen finns ett inte obetydligt utrymme för nationella inslag och lösningar.

Extra god rating

Kreditvärderingsföretagen är en viktig part på hypoteksmarknaden. Särskilt vid internationell upplåning är ett gott kreditbetyg utfärdat av ett välkänt ratingföretag en viktig beståndsdel. Som ovan nämnts har förekomsten av säkerställda obligationer ofta en positiv inverkan på kreditvärderingen av ett hypoteksinstitut. De konkreta krav och villkor som gäller i de enskilda ländernas reglering av de säkerställda obligationerna varierar emellertid mellan länderna och systemen bedöms på sina respektive meriter. Samtidigt skall understrykas att de emitterande institutens totala situation och balansräkning ligger till grund för värderingen. Verksamhet och tillgångskvalitet vid sidan av de säkerställda obligationerna har således stor betydelse. Dålig kvalitet uppvägs inte nödvändigtvis av goda formella säkerhetsarrangemang inom ramen för den särskilda lagstiftningen. Lagfästa regler om förmånsrätt, belåningsgrader etc. kan däremot öka tilltron till institutens stabilitet också i den meningen att undanröja osäkerhet om framtida verksamhetsinriktning och utlåningspolitik.

Enligt kreditvärderingsföretaget Moody's ratingupplägg sker värdering av säkerställda obligationer i två steg genom en s.k. fundamentalanalys. En sådan innebär i princip att värderingen primärt är en funktion av det emitterande institutets kreditkvalitet och inte av de bakomliggande lånetillgångarnas kvalitet (den senare inriktningen, en s.k. strukturerad analys, gäller i stället vid fullständig värdepapperisering då lånetillgångarna sålts av från det långivande institutets balansräkning).

Ett första steg vid en fundamentalanalys är att bedöma kreditvärdigheten för det emitterande institutet och tilldela det en implicit s.k. unsecured rating som i många fall även publiceras. I denna analys ingår bl.a. frågan om institutet är självständigt eller ett dotterbolag samt de eventuella kopplingar av ekonomisk och administrativ natur som i så fall kan finnas mellan bolagen i koncernen. Hänsyn tas också till emittentens ställning vid problem i moderbolaget och risken att smittas vid en konkurs. En tydlig legal separation stärker värderingen. Emittentens

verksamhet och tillgångar utöver de som motsvarar de säkerställda obligationerna utgör också ett viktigt analysunderlag.

I ett andra steg värderas de särskilda egenskaper som karakteriserar de säkerställda obligationerna. Obligationsinnehavarnas förmånsställning vid konkurs kan t.ex. variera beroende på den nationella lagstiftningens utformning. Verksamhetens inriktning och tillåtna säkerheter och därmed i praktiken de sektorer i ekonomin man vänder sig till varierar också mellan länderna. Belåningsgrader och värderingsregler är andra faktorer som bedöms. Instituterna kan också vara föremål för särskilda tillsynsarrangemang av varierande slag.

Marknadens utvecklingsgrad och därmed möjligheterna att, vid t.ex. förtida återbetalningar eller kvalitetsförsämringar i tillgångsmassan, kontinuerligt upprätthålla en tillgångsmassa som fullt ut svarar mot de utgivna obligationerna, är riskfaktorer som analyseras. Hit hör även risken för obalanser i betalningsflödena från låntagarna respektive till obligationsinnehavarna. Sammanfattningsvis sker normalt en höjning av kreditbetyget i samband med det andra värderingssteget beroende på de kvaliteter som bedömts finnas i de säkerställda obligationerna. I Moody's hittillsvarande rating har de tyska instituten överlag erhållit bäst rating men även de spanska och franska instituten har kunnat erhålla mycket god rating. Svenska institut, som värderas på sina egna meriter, har generellt haft en sämre rating, bl.a. mot bakgrund av tidigare bankkris och statsfinansiella problem. Ratingen har dock förbättrats under senare år. Högre upplåningskostnader för utlandslån för svenska institut speglar, utöver den bedömda större kreditrisken, primärt också en valutakursrisk.

3.2 Den svenska obligationsmarknaden

På den svenska marknaden för räntebärande värdepapper med löptider längre än ett år, *obligationsmarknaden*, är staten och bostadsinstituterna de dominerande låntagarna. Tillsammans svarade dessa låntagare vid utgången av 2000 för drygt 1200 mdkr i

räntebärande obligationer eller ca 85 procent av den samlade utestående stocken i svenska kronor. Härav svarade bostadsobligationerna för 36 procent, eller drygt 500 mdkr. På marknaden för räntebärande värdepapper med löptider kortare än ett år, penningmarknaden, är staten den enskilt största låntagaren. Vid utgången av 2000 omfattade penningmarknaden (certifikat och statsskuldväxlar) 450 mdkr. Av dessa svarade bostadscertifikat för ca 80 mdkr. Bostadscertifikatens andel av *penningmarknaden* har minskat från ca 36 procent 1996 till knappt 20 procent 2000. Genom upplåning på penningmarknaden ges bostadsinstituten möjlighet att matcha räntevillkoren mellan upplåningen och utlåning. När bostadsinstitutens låntagare väljer att ta upp lån till rörlig ränta eller ränta med kort bindningstid ökar bostadsinstitutens upplåning på penningmarknaden.

Den samlade obligationsmarknadens utestående stockar växte ungefär i takt med nominella BNP efter avregleringarna vid mitten av 1980-talet och fram till och med 1990. Mätt som andel av BNP uppgick vid denna tid stockarna av stats- och bostadsobligationer till 60–65 procent. Under de första åren på 1990-talet inträffade ett tydligt trendbrott när det gäller obligationsstockarnas utveckling och relation till BNP. Statens växande budgetunderskott innebar mycket stora emissioner av statspapper. I ett läge där nominella BNP under flera år stagnerade växte den utestående svenska obligationsstocken från 65 procent av BNP 1990 till en andel motsvarande 90 procent vid utgången av 1995. Därefter har konjunkturen och statens finanser stärkts och vid utgången av 2000 utgjorde den utestående svenska obligationsstocken omkring 60 procent av BNP.

Nominell BNP i Sverige och utestående stock av obligationer

		1985	1990	1995	2000
Nominell BNP:	Mdkr	867	1 360	1 635	2070
	Index	100	157	189	239
Statsobligationer:	Mdkr	230	233	679	719
	Index	100	101	295	313
Bostadsobligationer:	Mdkr	262	625	792	504
	Index	100	239	302	192
Summa obligationer,					
andel av BNP:	Procent	57	64	90	59

Betydande förändringar har skett i placerarnas obligationsportföljer sedan slutet av 1980-talet. Framförallt är det försäkringsbolagen och AP-fonden som långsiktigt har minskat sina andelar av stocken bostadsobligationer.

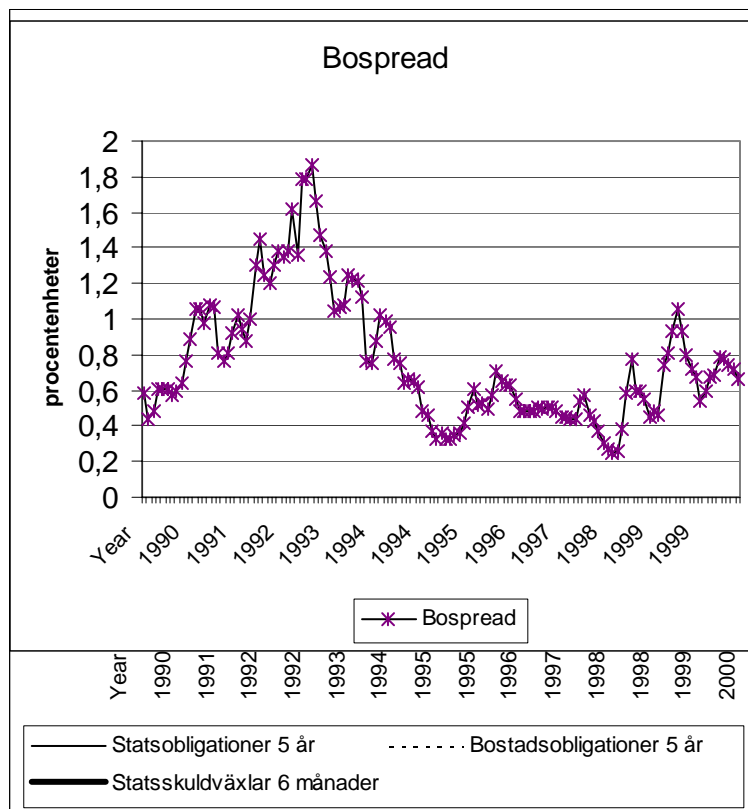
Placeringar i bostadsobligationer, total utelöpande stock och procentuell fördelning

	1988	1992	1996	1999
Utelöpande stock, mdkr	451	788	777	708
Fördelning, procent	<u>100</u>	<u>100</u>	<u>100</u>	<u>100</u>
Bankerna	18	8	19	17
AP-fonden	34	33	22	20
Försäkringsbolagen	29	23	21	23
Övrigt	19	36	38	40
<i>Varav privatobligationer</i>	-	3	9	5
<i>företag, fonder m.fl.</i>	-	17	10	14
<i>utland i SEK</i>	-	8	4	6
<i>utland i utl. Valuta</i>	-	8	15	15

Ränteskillnaden mellan statsobligationerna och bostadsobligationerna har svängt kraftigt till följd av ändrade bedömningar av bostadsobligationernas kreditrisker och marknadsrisker under och efter finanskrisen. Bostadsobligationernas säkerhet och likviditet försämrades genom prisfallen på fastighetsmarknaden och den efterföljande resultatnedgången i bostadsinstituten under perioden 1991–1993. Detta påverkade placerarnas bedömningar och avkastningskraven på marknaden justerades upp. Samtidigt ökade försäkringssektorns intresse av att omsätta räntebärande papper på andrahandsmarknaden. En större andel av AP-fondens och försäkringsbolagens kapital styrdes över till de mer likvida statspapperen. Förbättrad diversifiering i portföljerna och nya placeringsregler har bidragit till att reducera försäkringsbolagens och AP-fondernas innehav av bostadsobligationer. Samtidigt har efterfrågan på bostadsobligationer från andra placerare som fonder, hushåll och företag ökat.

Ränteutvecklingen under 1990-talet uppvisar en nedåtgående trend efter en räntetopp under finanskrisen 1992. Bospreaden, i det här fallet räntedifferensen mellan femåriga bostadsobligationer och statsobligationer med fem års löptid, låg mot slutet av 1989 på ca 0,5 procentenheter. Under finanskrisens akuta skede i slutet av 1992 och början av 1993 var räntedifferensen mellan statsobligationer och bostadsobligationer som störst, mellan 1,5 och 2 procentenheter. När det allmänna ekonomiska läget stabiliserades reducerades ränteskillnaden till mer normala nivåer. Sedan 1995 har bospreaden i stort legat i intervallet mellan 0,3 och 0,8 procentenheter. Räntefluktuationerna indikerar att riskerna var stora under finanskrisen och att normaliseringen skedde relativt snabbt när väl de extraordinära osäkerheterna kring bostadsobligationernas kreditrisker eliminerats.

Ränteutvecklingen, månadsgenomsnitt



3.3 Kreditgivning på den svenska bolånemarknaden.

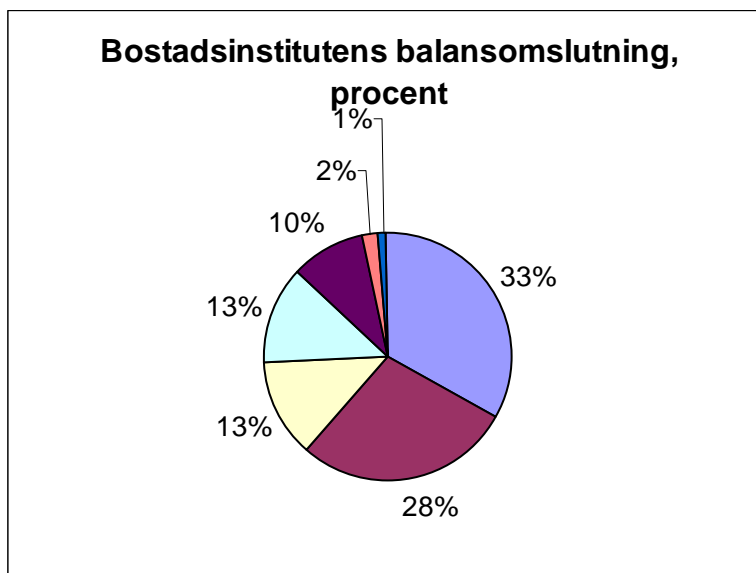
Bostadsinstitutens utlåning till allmänheten uppgick till 1070 mdkr vid utgången av 2000 med följande fördelning: småhus 48 procent, flerbostadshus 39 procent, affärs- och kontorshus 3

procent, bostadsrätter 5 procent och övriga ändamål 5 procent. Bostadslån med säkerhet i fast egendom dominerar bostadsinstitutens utlåning. Belåningsgraderna ligger på nivån 70–80 procent av fastighetsvärdena. En dominerande del av bostadsinstitutens krediter har utgjorts av lån med bunden ränta. Under senare år har den allmänna ränteutvecklingen medfört att andelen lån till rörlig ränta ökat. Omkring 1/3 av lånen utgörs idag av rörlig ränta. Den genomsnittliga återstående räntebindingstiden var vid utgången av 2000 knappt 2 år.

Bostadsinstitutens balansomslutning och utlåning, mdkr

	1995	1996	2000
Balansomslutning	1102	1075	1170
Utlåning till allmänheten	990	1016	1068

Bostadsfinansieringsverksamheten är traditionellt koncentrerad till ett mindre antal stora aktörer. Bidragande orsaker till framväxten av denna oligopolstruktur har varit den aktiva svenska bostadspolitiken, ekonomiska stordriftsfördelar, en tydlig rollfördelning inom de större svenska bankkoncernerna och den kreditpolitiska regleringen på 1960–70 talet (med bl.a. likviditets- och placeringskvoter). Bostadsinstitutet fungerade i rollen som mellanhandsinstitut i samverkan med bankerna, AP-fonderna och försäkringsbolagen. Storskaligheten och tillgången till moderbankens distributionsnät har varit avgörande för bostadsinstitutens fortsatta starka ställning på dagens avreglerade finansmarknader.



1. Stadshypotek (28) + Handelsbanken Hypotek (6)
2. SPINTAB (28)
3. SBAB (13)
4. Nordbanken Hypotek (13)
5. SEB Bolån (10)
6. Venantius (2)
7. Skandia Banken Bolån (1)

Den institutionella omstruktureringen i banksektorn under 1990-talet har inneburit en viss ökad koncentration även på bostadskreditmarknaden. Avgörande har varit att det största fristående institutet, Stadshypotek, inlemmats i en av de stora bankkoncernerna, Handelsbanken. Den samlade marknadsandelen för de två största instituten SPINTAB (Förenings-Sparbanken) och Statshypotek har därigenom ökat med ungefär tio procentenheter till omkring 60 procent. Övriga tre större institut är statliga SBAB samt NB Hypotek och SEB Bolån. Tillsammans svarar de fem instituten så när som på ett par procentenheter för hela den svenska bolånemarknaden. Oligo-

polstrukturen förstärks om den tilltänkta fusionen mellan SEB och FöreningsSparbanken kommer till stånd.

Skattereformen, höga realräntor och en successiv nedtrappning av det statliga stödet till boende bidrog till att värdet av det svenska fastighetsbeståndet minskade kraftigt mellan 1992 och 1994. Många låntagare hamnade i svårigheter och kreditförlusterna i bankerna och till en mindre del i bostadsinstituten växte i en omfattning som tvingade staten till särskilda stödåtgärder för att säkra stabiliteten i det finansiella systemet.

Sedan mitten av 1990-talet har läget på de finansiella marknaderna stabiliserats och konjunkturen förbättrats. Låg inflation har bidragit till fallande räntor vilket i sin tur stimulerat bl.a. fastighetsmarknaden. Hyror och fastighetspriser har framförallt i storstadsregionerna stigit kraftigt under senare år. Uppgången bedöms allmänt vara grundad på fundamentala faktorer och inte på spekulativa förväntningar som präglade upprinnelsen till den tidigare krisen. Efterfrågan på nya bostadskrediter har också varit relativt svag under återhämtningen av den svenska ekonomin. Det förklaras bland annat av en mycket liten nyproduktion av bostäder och att hushåll och bostadsföretag sparat i form av förtida amortering och inlösen av lån i större utsträckning än under 1990-talets första hälft.

Inom den relativt stabila oligopolstrukturen på den svenska bostadskreditmarknaden har utvecklingen under senare år ändå inneburit en ökad flexibilitet i produktutbudet och ökad anpassning till kundernas skiftande behov. Bakom detta ligger bl.a. tidigare avregleringar på kredit- och valutamarknaderna samt mer rörliga och prismedvetna kunder. Dessa förändringar tillsammans med ett stagnerande bostadsbyggande under senare år har generellt ökat konkurrenstrycket. Såväl upplåning som utlåning sker på mer konkurrensutsatta marknader.

På utlåningssidan är det utländska inslaget alltså obetydligt. Någon nämnvärd aktivitet har endast förekommit mot den kommersiella sektorn, i första hand fastighetsbolag samt mot kommunsektorn där behovet av utvecklade försäljningskanaler är mindre. Svag eller obefintlig utländsk konkurrens på bostads-

marknaderna är ett allmänt mönster inom EU beroende på naturliga faktorer som avsaknad av distributionsnät, kulturskillnader inklusive skillnader i hanteringen av säkerheter. Till detta kan för svensk del i första hand läggas kvarvarande valutakursrisker som innebär ett betydande osäkerhetsmoment för svenska låntagare att utnyttja lån från utländska kreditgivare inom t.ex. euroområdet.

En ökad konkurrens på den svenska marknaden har i stället kunnat noteras från ett antal fristående internetbaserade aktörer av vilka flertalet förmedlar lån från de befintliga inhemska instituten. Exempel på nya aktörer är Blockbid, Bolånebörsen och E-loan. Egen kreditgivning via internet förekommer också i något fall från dessa nya institut. Genom en utveckling av internet bör en potential till ökad konkurrens finnas, även från utlandet. För den gränsöverskridande verksamheten torde dock i första hand ett svenskt medlemskap i EMU tillföra ytterligare konkurrens.

På upplåningssidan har avregleringar, ökad konkurrens och behov att bredda investerarbasen framför allt inneburit ökande utländsk finansiering. Utlandsfinansieringen uppgår till omkring 20 procent för de svenska instituten totalt sett – merparten från placerare i USA och Japan och till en mindre men växande del från Europa. Viss utlandsupplåning sker i svenska kronor men huvuddelen sker i utländsk valuta som genom s.k. valutaswappar omvandlas till kronor.

Genom institutens specialiserade inriktning, relativt enkla produkter och utnyttjande av stordrift utgör finansieringskostnaden naturligen en avgörande kostnadspost. En successivt bredare upplåningsmarknad framstår alltmer som centralt för den framtida konkurrenskraften. Detta ställer krav på en allt aktivare marknadsbearbetning och deltagande i ratinginstitutens kreditvärdering. Stabila resultat- och balansräkningar och god kvalitet i kreditportföljen är viktiga delar i den processen.

3.4 EG-rättens regler om säkerställda obligationer

Sveriges medlemskap i EU har inneburit att ett antal EG-direktiv på det finansiella området har införlivats i svensk rätt. Rekvisiten på den typ av skuldförbindelser som behandlas i denna promemoria formulerades först i ett år 1988 antaget ändringsdirektiv till det s.k. UCITS-direktivet (direktivet om samordning av lagar och andra författningar som avser företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper [fondföretag], 85/611/EEG). Direktivet innehåller bl. a. bestämmelser som begränsar värdepappersfonders möjligheter att placera tillgångar i värdepapper med samma utgivare (enhandsengagemang). De gränsvärden som finns i UCITS-direktivet ansågs medföra problem för danska fondföretag som önskade placera en väsentlig del av sina tillgångar på den danska obligationsmarknaden. Denna marknad dominerades, och domineras alltjämt, av obligationer som getts ut av särskilda hypoteksinstitut, s.k. realkreditinstitut. Problemet var att det endast fanns ett litet antal sådana institut. Som berörts tidigare är obligationer som ges ut av dessa institut föremål för en särskild reglering som bl.a. ger innehavarna förmånsrätt i emittentinstitutens kreditstock. Med hänsyn till bl. a. förhållandena i Danmark infördes ett undantag för obligationer av denna typ. Enligt undantagsregeln (artikel 22.4 i UCITS-direktivet) får medlemsstaterna höja den gräns för enhandsengagemang som anges som huvudregel när det gäller vissa obligationer, om de är emitterade av ett kreditinstitut som har säte i en medlemsstat och som enligt lag är underkastat särskild offentlig tillsyn avsedd att skydda obligationsinnehavarna. Särskilt skall iakttas att kapital som härrör från emissionen av sådana obligationer måste enligt lag placeras i tillgångar, som under hela obligationernas giltighetstid täcker de med obligationerna förenade fordringarna och som i händelse av emittentens oförmåga att fullgöra sina ekonomiska åtaganden skall med prioritet användas för återbetalning av kapital och upplupen ränta.

De överväganden som ledde till fram till att denna undantagsregel infördes kom senare att bli vägledande för liknande undantagsregler för den angivna typen av skuldförbindelser i vissa EG-direktiv om finansiella instituts soliditet och enhandsengagemang. Rekvisiten för skuldförbindelserna är desamma i samtliga direktiv. Som antytts ovan karaktäriseras dessa säkerställda obligationer av tre huvudkriterier. De upplånade medlen skall investeras så att de är kopplade till viss tillgångsmassa. Enligt en balansprincip skall nämligen tillgångsmassan under hela obligationernas giltighetstid kunna täcka obligationsinnehavarnas fordringar. Obligationerna skall vidare vara förenade med förmånsrätt vid emittentinstitutets konkurs. Slutligen skall emittentinstitutet stå under särskild offentlig tillsyn.

Nedan följer en översiktlig redogörelse för de regler i EG-rätten som berör emission och innehav av säkerställda obligationer.

Bankers, försäkringsföretags och andra finansiella tjänsteföretags verksamhet är förenade med risker av olika slag. I syfte att värna den finansiella stabiliteten ställer EG-rätten krav på att finansiella företag skall ha tillräcklig kapitalstyrka, eller *soliditet*. Det finns vidare inom EU regler om *enhandsengagemang*, vilka som nämnts begränsar institutens möjlighet att placera medel hos en viss kund eller grupp av kunder med inbördes anknytning. Skälen för reglerna om soliditet och enhandsengagemang är att tillförsäkra att institutet har tillräckligt stort eget kapital som buffert mot förluster, i synnerhet sådana som uppstår till följd av att institutets gäldenärer inte kan infria sina åtaganden mot institutet.

Soliditet

Soliditetskraven är utformade på olika sätt för olika finansiella institut. För företag i allmänhet brukar termen soliditet användas som ett mått på företagets kapitalstyrka. För kreditinstitut och värdepappersbolag används i stället kapitaltäckning som benäm-

ning på kapitalstyrkan. Med kreditinstitut avses enligt EG-rätten institut vars verksamhet består i att från allmänheten ta emot insättningar eller andra återbetalbara medel och bevilja krediter för egen räkning. Till kreditinstitut räknas bl. a. banker och bolåneinstitut. Värdepappersföretag är sådana företag som yrkesmässigt tillhandahåller värdepapperstjänster. Reglerna om kapitaltäckning finns i direktivet om rätten att starta och driva verksamhet i kreditinstitut (kreditinstitutsdirektivet, 2000/12/EG) och direktivet om kapitalkrav för värdepappersföretag och kreditinstitut (kapitalkravsdirektivet, 93/6/EEG). Kreditinstitut och värdepappersföretag måste ha ett visst minsta eget kapital i förhållande till det värde och den risk som institutets tillgångar är förenade med. Kapitaltäckningen betecknar relationen mellan kapitalbasen, vilken utgörs av sådant eget och lånat kapital som är särskilt väl lämpat att täcka förluster, och tillgångarna. Kapitaltäckningsregler har utarbetats för både kreditrisker och marknadsrisker. Med kreditrisker avses risker för att motparter inte kan fullfölja sina förpliktelser. En marknadsrisk definieras däremot som risken för förlust som kan drabba öppna marknadspositioner till följd av rörelser i marknadspriser, dvs. prisförändringar på aktie-, ränte- och valutamarknaderna. Reglerna om kapitalkrav för marknadsrisker gäller endast åtaganden som ingår i handelslagret, dvs. främst sådana positioner i värdepapper som ett institut tagit för att på kort sikt göra en vinst eller för att skydda andra positioner i handelslagret.

I fråga om marknadsrisker finns inte några särregler för säkerställda obligationer. Dessa har dock fått en förmånlig behandling när det gäller kreditrisker. I kreditinstitutsdirektivet lämnas utförliga regler om hur stor kreditrisk olika tillgångar skall anses ha. Innehav av vissa tillgångar anses utgöra större risk än andra och detta förhållande beaktas genom att tillgångarna riskviktas med hänsyn till hur riskfyllda de är. Exponeringarna indelas i riskklasser och multipliceras med någon av vikterna 0 (lågrisk), 20 (låg/medelrisk), 50 (medelrisk), eller 100 (högrisk) procent. Tillgångarnas bokförda värde skall multipliceras med det pro-

centtal som gäller för aktuell grupp, varvid man får det riskjusterade värdet. Institutet skall ha en kapitalbas som motsvarar minst 8 procent av de riskviktade tillgångarna. Med andra ord skall instituten alltid ha en kapitaltäckningsgrad om minst 8 procent.

Kapitaltäckningsreglerna är av intresse både för institut som emitterar obligationer och för institut som placerar i obligationer. Emittentinstitutet är skyldiga att kapitaltäcka de fordringar som instituten har på sina låntagare till följd av krediterna till dessa. Obligationsinnehavarna skall i stället täcka den fordran de har på emittentinstitutet på grund av obligationsinnehavet.

Genom att investera i bostadsobligationer förvärvar investerarna som är kreditinstitut eller värdepappersföretag fordringar på kreditinstitut. Sådana fordringar riskviktas normalt till 20 procent. Enligt artikel 65.2 i kreditinstitutsdirektivet (tidigare artikel 11.2 i solvensdirektivet 89/299/EEG), som avsåg en övergångsperiod mellan den 1 januari 1993 och den 1 januari 1998, fick dock säkerställda obligationer riskviktas till 10 procent, om medlemsstaterna ansåg det nödvändigt för att undvika allvarliga störningar i sina marknader. Sådana undantag skall rapporteras till kommissionen. Trots att denna tid gått till ända tillämpas interna regler om sådan 10-procentig riskviktning fortfarande i bl. a. Danmark, Tyskland och Spanien (se avsnitt 3.6). För placerarna i dessa länder ger således investeringar i säkerställda obligationer ett lägre kapitaltäckningskrav än andra obligationer som emitteras av kreditinstitut. Nämnas kan att EG-kommissionen har föreslagit (i ett konsultationsdokument från februari -01, MARKT/1000/01) att regeln om 10 procents riskvikt skall bli permanent.

Emittentinstitutets kapitaltäckning påverkas inte av att instituten ger ut säkerställda obligationer. De kapitaltäckningsregler som aktualiseras för emittenterna kan här ändå vara av intresse. Mot de säkerställda obligationerna kan i princip svara antingen krediter mot säkerhet i fast egendom och liknade säkerheter eller krediter som lämnats till särskilt säkra låntagare, främst stater och kommuner. Enligt kreditinstitutsdirektivet

skall fordringar som säkrats med panträtt i bostadsfastigheter äsättas en riskvikt om 50 procent. Fordringar som säkrats med panträtt i kommersiella fastigheter skall enligt huvudregeln riskviktas till 100 procent. Genom det s.k. hypoteksdirektivet (98/32/EG) bestämdes att samtliga medlemsstater under vissa förutsättningar får tillämpa riskvikten 50 procent även för fordringar med säkerhet i kommersiella fastigheter. Den lägre riskvikten får tillämpas till den 1 januari 2007. Det krävs att fastigheten används eller hyrs ut av ägaren och att lånet ligger inom ramen för 50 procent av fastighetens marknadsvärde beräknat på visst sätt eller, om landet infört strikta kriterier för bedömning av ett s.k. pantlånevärde, inom ramen för 60 procent av pantlånevärdet. Krediter till låntagare som anses särskilt säkra, däribland vissa stater, centralbanker och kommuner, får riskviktas till noll eller 20 procent.

Ovan har redogjorts för den metod som används för att tillförsäkra att kreditinstitut och värdepappersföretag har tillräcklig kapitalstyrka. Den teknik som gäller för *försäkringsföretag* skiljer sig från den metod som används av dessa. Försäkringsföretagen skall göra tillräckliga tekniska avsättningar. Med detta avses att företagen skall ta upp förväntade åtaganden till följd av försäkringsavtalen som en skuldpost i balansräkningen. De tekniska avsättningarna skall motsvaras av tillgångar. För dessa tillgångar gäller särskilda placeringsregler. Exempelvis får endast vissa bestämda slag av tillgångar användas. Förenklat kan läget beskrivas så att kreditinstitutens och värdepappersföretagens kapitaltäckningskrav tar sikte på tillgångssidan medan motsvarande bestämmelser för försäkringsföretagen relateras till riskerna på skuldsidan. Även försäkringsföretagen skall dock, bortsett från skuldtäckningen, ha en viss solvensmarginal, vilken kan betraktas som en kapitalbuffert utöver de tekniska avsättningarna.

Regler om soliditet för försäkringsföretag finns i den s.k. tredje generationens försäkringsdirektiv (92/49/EEG och 92/96/EEG). Obligationer tillhör de tillgångar som får användas för att täcka upp de tekniska avsättningarna. Det finns dock inte

några särregler för säkerställda obligationer, utan de behandlas på samma sätt som andra obligationer och andra tillåtna tillgångs-
slag.

Enhandsengagemang

Även reglerna om enhandsengagemang skiljer sig för olika typer av finansiella institut. För *kreditinstitut* och *värdepappersföretag* gäller reglerna om övervakning och kontroll av stora exponeringar i kreditinstitutsdirektivet. Som stora exponeringar räknas sådana exponeringar som institutet har gentemot en kund eller en grupp av kunder med inbördes anknytning och som motsvarar minst 10 procent av institutets kapitalbas. Direktivet innehåller två grundläggande begränsningar av kreditinstituts och värdepappersföretags exponeringar. För det första får ett institut inte ha stora exponeringar på en och samma kund, eller grupp av inbördes anknutna kunder, som överstiger 25 procent av institutets kapitalbas. För det andra gäller att institutets sammanlagda värde av stora exponeringar inte får överstiga 800 procent av institutets kapitalbas.

Enligt kreditinstitutsdirektivet får medlemsstaterna helt eller delvis undanta vissa exponeringar från begränsningsreglerna. De exponeringar som får undantas är exponeringar för vilka det finns betryggande säkerhet i form av bl. a. garantier eller olika former av värdepapper. Bland undantagen finns säkerställda obligationer. Om ett medlemsland inför detta undantag finns det alltså inga begränsningar för hur stora placeringar ett kreditinstitut och värdepappersföretag som lyder under den nationella lagstiftningen får ha i säkerställda obligationer.

Det finns möjligheter för ett institut att under vissa förutsättningar överskrida de gränser för enhandsengagemang som anges i kreditinstitutsdirektivet. Eftersom överskridandet måste hänföra sig till handelslagret och endast får ske i begränsad omfattning är detta inte av något större intresse här.

Regler om enhandsengagemang för *fondföretag* finns som redan nämnts i det s.k. UCITS-direktivet. Med fondföretag avses företag som har till syfte att företa kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper med kapital från allmänheten och vars andelar på begäran av innehavarna återköps eller inlöses med medel ur företagets tillgångar. Enligt huvudregeln i direktivet får högst fem procent av tillgångarna placeras i värdepapper med samma utgivare. Gränsen får höjas till tio procent om det sammanlagda innehavet av placeringar på fem–tio procent uppgår till högst 40 procent av fondföretagets tillgångar. Genom ett ändringsdirektiv (88/220/EEG) till UCITS-direktivet infördes som nämnts ett undantag vilket gav medlemsländerna rätt att höja gränsen till 25 procent för innehav av säkerställda obligationer.

När ett fondföretag placerar mer än 5 procent av sina tillgångar i säkerställda obligationer med samma utgivare får totalsumman av sådana inte överstiga 80 procent av fondförmögenheten.

Ändringsdirektivet föreskriver även att medlemsstaterna skall till EG-kommissionen överlämna en förteckning över de säkerställda obligationerna, de emittenter som beviljats tillstånd att ge ut obligationerna och de garantier som obligationsinnehavarna erbjuds. Kommissionen skall genast till övriga medlemsstater vidarebefordra informationen jämte de kommentarer som bedöms nödvändiga.

Vad gäller *försäkringsföretag* finns även reglerna om enhands-engagemang i den s.k. tredje generationens försäkringsdirektiv (92/49/EEG och 92/96/EEG). Olika regler gäller för olika typer av placeringar. Beträffande innehav av obligationer och andra penning- och kapitalmarknadsinstrument gäller enligt huvudregeln att högst 5 procent av de tillgångar som skall matcha de tekniska avsättningarna får investeras i värdepapper från samma emittent. Gränsen kan dock höjas till 10 procent om inte mer än 40 procent av reserverna investeras i värdepapper i vilka andelen överstiger 5 procent. Även i de tredje skadeförsäkrings- och livförsäkringsdirektiven (artikel 22.4 i båda direktiven) finns en

särskild lättnadsregel för säkerställda obligationer. För försäkringsföretagen gäller dock att enhandsengagemangen får motsvara 40 procent av företagens tekniska avsättningar.

Avslutningsvis bör nämnas att det – enligt nu beskrivna direktiv – står medlemsländerna fritt att i nationell lagstiftning genomföra dessa särregler för säkerställda obligationer.

3.5 ECB:s regler om godkända säkerheter

Inom ramen för det europeiska centralbankssystemet (ESCB) utformas den gemensamma penningpolitiken i EMU. Det har utarbetats standardkrav för de finansiella instrument som skall kunna användas som säkerhet vid europeiska centralbankens (ECB) marknadsoperationer eller när kreditinstitut skall ställa säkerhet för centralbankskredit inom ESCB. Tillgångarna indelas i två huvudgrupper, tier one och tier two. I tier one ingår finansiella instrument som utan särskild prövning kan användas inom hela EMU och som alla berörda centralbanker automatiskt godtar. Kriterierna för tier one bestäms av ECB. Tier two avser tillgångar som en viss enskild centralbank beslutat godta för operationer av i huvudsak nationell natur. Syftet med tier two är främst att tillgodose behovet av säkerheter i länder som har särskilda marknadsmönster.

För att låneinstrument skall uppfylla kraven för tier one krävs att dessa skall vara av särskilt hög kreditstandard. Av särskilt intresse i detta sammanhang är att säkerställda obligationer tillhör tier one, förutsatt att de är denominerade i euro. Kriterierna för tier two-instrument ställs upp av de nationella centralbankerna. Efter anmälan till ECB från den nationella centralbanken publicerar ECB en lista över dessa godkända instrument. ECB kan medge att bostadsobligationer som inte uppfyller kriterierna för säkerställda obligationer skall få räknas till tier two.

Samtliga instrument som tillhör tier one och tier two kan användas för centralbankernas penningpolitiska åtgärder. De kan även användas i gränsöverskridande sammanhang. Ett kreditinstitut kan alltså få kredit från sitt lands centralbank mot

lämnande av säkerheter som finns i ett annat EU-land. Om tier two består av tillgångar som är emitterade av institut utanför Euroområdet, inte finns i Euroområdet eller inte är noterade i Eurovaluta kan dock gränsöverskridande verksamhet med sådana tillgångar begränsas så att institutet endast kan få kredit från den centralbank som gett tillgången s.k. tier two status.

När det gäller storleken på de krediter som kan erhållas med stöd av de aktuella säkerheterna har ECB utarbetat ett system med vissa avdrag från säkerheternas egentliga värde, i syfte att skydda instituten från den kreditrisk som är förenad med tillgångarna. För samtliga säkerheter beräknas en s.k. "initial margin". Risken beräknas olika för transaktioner över dagen och för transaktioner med längre förfallotid än en dag. Därutöver kan beträffande såväl tier one som tier two instrument göras vissa andra avdrag, bl. a. s.k. "valuation haircuts". Storleken av dessa beror på bl.a. lånets löptid och, för obligationer emitterade utanför EMU, valutarisken. ECB har i fråga om svenska bostadsobligationer gjort bedömningen att dessa uppfyller krav för tier two status. ECB har emellertid gjort ett extra avdrag om 5 procent på grund av den kreditrisk dessa tillgångar bedöms ha. Enligt uppgift från riksbanken accepteras svenska bostadsobligationer som säkerhetsunderlag av centralbankerna i Sverige, Finland, Frankrike, Nederländerna och Tyskland.

Det kan knappast råda någon tvekan om att exempelvis en bostadsobligation får en särskild kvalitetsstämpel och stabilare användningsområde om den tas upp i tier one. Detta innefattar givetvis också instrument emitterade i länder utanför EMU. Svenska emittenter kan således i detta sammanhang dra fördel av dessa instruments större attraktionskraft bland presumtiva låntagare i centralbankssystemet, dvs. institut etablerade inom EMU. Även kreditinstitut med huvudkontor i länder utanför EMU kan dock med vissa begränsningar (t.ex. p.g.a. valutarisken) ta del av det europeiska centralbanksystemets lånemöjligheter via filialer inom EMU. En fullständig tillgång till lånesystemet ges dock endast efter inträde i EMU.

3.6 Den nationella regleringen av obligationsmarknaden i vissa EU-länder

Lagreglering om säkerställda obligationer finns i ett flertal länder i Europa. Tyskland och Danmark har haft sådan lagstiftning sedan länge. Under senare år har bl. a. Frankrike, Luxemburg, Finland och en rad av de ansökarländerna, exempelvis Polen och Tjeckien, lagstiftat om säkerställda obligationer. Inom EU saknas lagstiftning endast i Sverige, Belgien, Irland, Nederländerna, Portugal och Storbritannien (maj 2001). På Irland väntas ett lagförslag om säkerställda obligationer antas vid årsskiftet 2001/2002. I Belgien förs diskussioner om lagstiftning skall införas och i Italien pågår ett arbete med att ersätta den befintliga äldre lagstiftningen med en helt ny lag av modernt snitt.

Tyskland har sedan mycket länge haft ett system med säkerställda obligationer. Marknaden för detta är väl etablerad och är den klart dominerande i Europa. Den tyska lagstiftningen har också fungerat som förebild för flera av de länder som nyligen lagstiftat om sådana obligationer. Det är därför naturligt att inleda en internationell utblick med en relativt utförlig beskrivning av den tyska lagstiftningen.

I Tyskland förekommer tre former av säkerställda obligationer. Det är fråga om obligationer som är förenade med förmånsrätt dels i emittentens fastighetskrediter, *Hypotheken Pfandbrief*, dels i emittentens krediter till offentliga organ, *Öffentliche Pfandbrief* (ibland även benämnda *Kommunalobligation* eller *Kommunalschuldverschreibung*). Härutöver finns också obligationer med förmånsrätt i fartyg som ägs av emittenten. Dessa kommer inte beröras här.

Obligationer kan ges ut av särskilda privata hypoteksbanker (Hypothekenbanken) men också av vissa institutioner av offentlig karaktär (bl. a. av s.k. Landesbanken). Båda typerna av institut ger ut såväl Hypotheken Pfandbrief som Öffentliche Pfandbrief. De privata hypoteksbankerna och de offentliga instituten omfattas av den tyska banklagen (Gesetz über das Kreditwesen). I denna finns generella regler om kreditinstituts organisation,

kapitaltäckning och andra rörelse regler. Hypoteksbankernas och de offentliga institutens verksamhet regleras dessutom av två olika speciallagar; hypoteksbankerna av Hypothekenbankgesetz (HBG) och de offentliga instituten av Pfandbriefe und verwandten Schuldverschreibungen öffentlich-rechtlicher Kreditanstalten (ÖPG).

HBG har institutionell karaktär, vilket innebär att instituten i huvudsak inte får bedriva annan verksamhet än att låna pengar genom emission av säkerställda obligationer och att lämna krediter med medel som upplånats genom sådan emission. Det finns dock två hypoteksbanker som även tillåts bedriva all övrig bankverksamhet. Detta undantag beror på att dessa banker redan bedrev verksamhet när HBG trädde i kraft.

Krediter får ges antingen mot säkerhet i fast egendom eller till vissa offentliga organ och institutioner. Krediter mot säkerhet i fast egendom får, såvitt gäller lån som finansieras genom säkerställda obligationer, lämnas till ett belopp som uppgår till högst 60 procent av det värde panten har enligt ett försiktigt beräknat marknadsvärde. Vid bestämmandet av marknadsvärdet skall endast tas i beaktande bestående egenskaper hos objektet. Krediter som ges till obebbyggda fastigheter, till byggnader som är under byggnation eller som ännu inte ger avkastning får inte överstiga en femtedel av den totala mängden krediter som säkerställer hypoteksobligationerna. En förutsättning för att krediter skall kunna beviljas är vidare att egendomen kan garantera en permanent avkastning. Detta innebär att egendom i form av gruvbrott etc. inte får användas som säkerhet.

Hypoteksbankerna är skyldiga att utfärda värderingsinstruktioner, vilka skall godkännas av tillsynsmyndigheten.

För båda typerna av krediter gäller vissa begränsningar ifråga om kreditgivning med utländsk anknytning. Krediter för vilka fast egendom belägen utomlands utgör säkerhet kan endast ske till länderna i EES och Schweiz (endast lån mot säkerhet i fast egendom). Lån till offentliga organ etc. får lämnas till EES-länderna, de europeiska gemenskaperna, Europeiska investeringsbanken samt till sådana delstatsregeringar och myndigheter inom

EES som riskviktas till högst 20 procent av de inhemska myndigheterna. Därtill kan lån utan säkerhet även ges till andra låntagare om något nyss nämnt organ har ställt säkerhet för krediterna. Både beträffande krediter för vilka utländsk egendom utgör säkerhet och krediter utan säkerhet till utländska organ gäller att krediter till länder som inte garanterar obligationsinnehavarna förmånsrätt vid emittentens konkurs inte får överskrida 10 procent av respektive typ av kredit.

Förutom att upplåna och utlåna medel knutna till säkerställda obligationer får bankerna även bedriva viss annan verksamhet. Bankerna kan lämna andra hypotekskrediter på den del som överstiger 60 procent av pantens värde. Dessa lån får dock inte finansieras genom säkerställda obligationer. Det totala beloppet av sådana lån får högst uppgå till 20 procent av institutets totala krediter. Vidare får instituten bl. a. emittera andra typer av obligationer, administrera obligationerna för kundernas räkning och investera i vissa särskilt säkra tillgångar. När det gäller de privata hypoteksbankerna får den sammanlagda volymen av institutens utestående säkerställda obligationer inte överstiga bankernas eget kapital mer än 60 gånger. För de två blandade hypoteksbankerna gäller i stället 48 gånger, medan någon begränsning överhuvud inte finns för de offentliga emittenterna.

Öffentliche Pfandbrief måste vara säkerställda genom sådana lån till den offentliga sektorn som ger minst samma ränta som obligationerna. Krediterna som utgör säkerhetsmassa för Hypotheken Pfandbrief och Öffentliche Pfandbriefe skall förvaltas i två separata fonder.

Upp till 10 procent av säkerhetsmassan får bestå av andra säkerheter än krediter mot fast egendom eller krediter till offentliga organ. Sådana s.k. fyllnadssäkerheter kan bl. a. bestå av obligationer och liknande skuldförbindelse som emitterats av tyska staten, tyska centralbanken, en tysk delstatsregering, de europeiska gemenskaperna, EES-länder, Europeiska investeringsbanken eller av en kredit som någon av nämnda institutioner garanterat betalning för.

I syfte att garantera att tillgångarna i poolerna är lätta att urskilja krävs att instituten för ett register där säkerheterna förtecknas. En intygad avskrift av registren skall tillställas tillsynsmyndigheten varje halvår.

Vid en hypoteksbanks konkurs har fordringar baserade på säkerställda obligationer förmånsrätt avseende fordringens nominella värde och ränta. Förmånsrätten är kopplad till registret. Tillgångarna som omfattas av detta skall såsom huvudregel inte ingå i konkursboet, och obligationsinnehavarna skall heller inte delta i konkursförfarandet. De utestående obligationerna förfaller inte till betalning vid konkurs utan obligationsinnehavarna erhåller även då betalningar i enlighet med kontrakten. Om säkerhetsmassan inte motsvarar obligationsinnehavarnas fordringar inleds dock ett separat konkursförfarande, varvid obligationerna förfaller till betalning.

Tillsynsmyndigheten övervakar att registret förs korrekt och att matchningsprincipen upprätthålls. Tillsynsmyndigheten kan förelägga instituten att vidta erforderliga åtgärder för att tillse att verksamheten inte strider mot lagstiftningen eller institutens statuter. Om den totala summan av bankens obligationer överstiger bankens egna kapital mer än tillåtna 60 respektive 48 gånger kan tillsynsmyndigheten förelägga banken att inom viss tid åtgärda detta. Om så inte sker kan myndigheten beordra banken att placera hela eller delar av dess årsvinst i bankens reservfond till dess banken har anpassat sig till gränsen. Tillsynsmyndigheten skall även utse en självständig förvaltare för varje hypoteksbank. Denne skall se till att tillräcklig säkerhetsmassa finns vid varje tillfälle och att denna har registrerats på rätt sätt. Han har även rätt att kontrollera om institutens värderingar av de underliggande säkerheterna är korrekta. Förvaltaren förvarar säkerheterna tillsammans med instituten och endast med dennes tillstånd kan tillgångar föras ur registret. Innan emission av obligationer kan ske skall förvaltaren också intyga att tillräckliga säkerheter finns och har införts i registret.

De offentliga institut som emitterar säkerställda obligationer regleras som nämnts av ÖPG. ÖPG överensstämmer till största

delen med HBG. Till skillnad från HBG innehåller dock ÖPG inte några begränsningar ifråga om vilken verksamhet instituten får bedriva. Verksamhetens omfattning bestäms i stället av bolagsordningarna eller motsvarande. Det finns därför både sådana offentliga institut som är specialiserade och sådana som bedriver övrig bankverksamhet.

Även i *Danmark* gäller en institutionell inriktning. Säkerställda obligationer, *realkreditobligationer*, får endast emitteras av särskilda institut, *realkreditinstitut*. Dessa får bedriva *realkreditverksamhet*, dvs. bevilja lån mot pant i fast egendom med medel från emission av realkreditobligationer. Utöver detta får instituten driva verksamhet som kan anses accessorisk till realkreditverksamhet och bevilja andra lån, som inte finansieras genom säkerställda obligationer, mot säkerhet i fast egendom. Endast institut som uppfyller lagens krav har rätt att använda benämningen realkreditinstitut. Realkreditloven innehåller detaljerade bestämmelser om de krediter som beviljas för olika ändamål. Belåningsgraderna är olika för olika typ av egendom. För bostadsfastigheter av olika slag kan lån beviljas upp till 80 procent av säkerhetens värde. I fråga om fritidshus, kontors- och affärsfastigheter kan kredit ges för högst 60 procent av in-teckningssäkerhetens värde. Lantbruks- och skogsbruksfastigheter kan belånas till 70 procent av marknadsvärdet. För andra fastighetstyper, bl. a. obebyggda fastigheter, får banken endast bevilja kredit till högst 40 procent av säkerhetens värde. Lån kan också beviljas över länegränserna, i den mån stat eller kommun lämnat garanti för motsvarande del av lånet.

Systemet för värdering av säkerheterna baserar sig på egen-domsklassificering, dvs. värderingskriterierna varierar beroende på vilken egen-domsklass och användningsändamål det gäller. Den huvudsakliga principen för värdering har emellertid angetts i realkreditloven; värderingen skall ligga inom det belopp som en förvärvare med kunskap om de förevarande pris och mark-nadsförhållandena för egendom av ifrågavarande slag och med liknande storlek, kvalitet och utrustning kan antas vilja betala kontant för egendomen. Förhållanden som motiverar ett särskilt

högt pris skall inte beaktas. Vid värderingen skall hänsyn tas till risker för ändringar i marknads- eller strukturförhållanden.

Tidigare gällde en jämviktsprincip enligt vilken den årliga skillnaden av de betalningar som gjordes till placerarna och de betalningar som kom in från kredittagarna inte fick överstiga en procent av bankens egna tillgångar. De danska säkerställda obligationerna emitterades därför med i princip samma nominella värden, återbetalningssäkerheter och lånetider som gäller vid beviljandet av realkreditobligationer. Genom en lagändring i maj 2000 övergavs detta formella krav. Den danska tillsynsmyndigheten, Finanstilsynet, får dock bestämma bl. a. hur stor skillnaden får vara mellan obligationernas och bolånens återbetalningstider samt hur stor den ränterisk får vara som uppkommer till följd av olika återbetalningstider. Finanstilsynet har bestämt att ränterisken inte får överstiga en procent av det egna kapitalet.

Obligationssinnehavarna har förmånsrätt vid konkurs hos emittenten. Förmånsrätten är bl. a. konstruerad så att säkerhetsmassan alltid skall överstiga investerarnas fordringar med 8 procent.

Realkreditinstituten övervakas av Finanstilsynet. I dess uppgifter ingår bl. a. att se till att värderingsgrunder och kriterier för beviljande av hypotekslån är adekvata samt att definiera de olika egenskapskategorierna. Finanstilsynet utfärdar närmare regler om värdering. Det kan förelägga instituten att upphöra med verksamhet som strider mot lagen eller god branschpraxis samt dra in institutets tillstånd. Detta kan ske bl. a. om institutet grovt eller vid upprepade tillfällen överträder realkreditloven eller bestämmelser i anledning av lagen.

Finland har nyligen lagstiftat om säkerställda obligationer. Detta skedde genom lagen om hypoteksbanker, vilken trädde i kraft i december 1999. Lagen är en speciallagstiftning med institutionell karaktär. Den ger möjlighet för särskilda institut, hypoteksbanker, att emittera såväl obligationer som är förenade med förmånsrätt i emittentens fastighetskrediter som obligationer som är förenade med förmånsrätt i emittentens krediter

till vissa offentliga organ. Dessa obligationer benämns masskuldebrevslån med säkerhet i fastighet respektive masskuldebrevslån med säkerhet i offentligt samfund.

Endast hypoteksbanker får emittera obligationerna och inga andra än hypoteksbankerna har rätt att använda ordet hypoteksbank.

Hypoteksbankerna får inte bedriva någon annan affärsverksamhet än att bevilja fastighetskrediter eller krediter till offentliga samfund samt bedriva verksamhet med nära anknytning till denna. Med fastighetskredit avses krediter som lämnas mot säkerhet i aktier i ett bostads- eller fastighetsbolag, en fastighetsinteckning eller en bostadsrätt. Hypoteksbankerna kan lämna fastighetskrediter till alla EES-länder och som säkerhet acceptera fastigheter eller bostäder i dessa stater. Krediter till ett offentligt samfund är sådana som lämnats till finska staten och stater som ifråga om kreditrisk kan jämföras med den, Europeiska gemenskaperna, Statens affärsverk, Folkpensionsanstalten, Finlands Bank och stater som kan jämföras med den, finländska kommuner, samkommuner och församlingar, landskapet Åland, Kommunernas Garantcentral och Kommunernas Pensionsförsäkring. För dessa krediter krävs ingen säkerhet. Som kredit till ett offentligt samfund räknas även krediter till andra gäldenärer än de nyss nämnda, om banken som säkerhet för krediten får ett offentligt samfunds borgensförbindelse eller en fordran hos ett offentligt samfund.

Såsom tillåten övrig verksamhet räknas t. ex. beviljande av tilläggskrediter, dvs. krediter som överstiger det högsta belåningsvärdet av det gängse värdet på säkerheten. Hypoteksbankerna får även placera sina tillgångar i vissa särskilt säkra värdepapper och fordringar. En fastighetskredit får inte överstiga 60 procent av det gängse värdet på de aktier eller den fastighet som står som säkerhet. Tilläggskrediterna får inte överstiga det gängse värdet som bestämts för fastigheten. Tilläggskrediterna får inte heller överstiga en sjättedel av summan av alla fastighetskrediter. Innan krediten beviljas skall det gängse värdet bedömas

enligt god värderingssed. Närmare föreskrifter om värdering av säkerheterna skall meddelas genom beslut av finansministeriet.

I lagen finns även bestämmelser om temporär användning av andra säkerheter än säkerheter i fastigheter och offentliga samfund, s.k. fyllnadssäkerheter. Dessa får användas om krediter inte ännu har hunnit beviljas eller registreras eller om säkerhetsmassan till följd av återbetalning av krediter inte räcker till att täcka masskuldebrevens belopp. Fyllnadssäkerheterna får bestå av skuldförbindelser som emitterats av staten, vissa offentliga samfund eller ett annat kreditinstitut samt av krediter till andra låntagare om något nyss nämnt organ ställt borgen för krediten. Fyllnadssäkerheterna får uppgå till högst 20 procent av säkerhetsmassan.

Obligationsinnehavarna har samma förmånsrätt som panthavare. I syfte att säkerställa obligationsinnehavarnas ställning föreskrivs särskilt att obligationsinnehavarna har rätt att få betalt i enlighet med avtalsvilkorens tidtabell för återbetalning även om emittenten försätts i konkurs eller likvidation. Säkerhetsrätten för obligationsinnehavarna baseras på ett register som hypoteksbanken för och där varje emitterad obligation samt de av banken beviljade krediterna och de in-teckningar som utgör säkerhet för krediterna skall antecknas. Register förs separat över masskuldebrevslån med säkerheter i fastigheter och separat över masskuldebrevslån med säkerheter i offentliga samfund. Det anges också i lagen att vissa specifika uppgifter om masskuldebrevslånen och krediterna skall antecknas, däribland lånens och krediternas nominella värde och ränta. Hypoteksbankerna ansvarar själva för upprättandet av registret och införandet av registeranteckningarna. Vid en hypoteksbanks konkurs eller likvidation förs obligationsinnehavarnas talan av ett särskilt ombud. Ombudets uppgift är att övervaka att säkerheterna sköts och realiserats på ett tillbörligt sätt samt att obligationsinnehavarna erhåller de avtalade betalningarna.

Finansinspektionen övervakar att lagen efterlevs. Här ingår bl.a. kontroll av att registret är lagenligt och att registeranteckningarna är riktiga. Hypoteksbankerna skall en gång i

månaden tillstålla inspektionen uppgifterna i registren. Om erforderliga säkerheter inte finns skall inspektionen bestämma en tid inom vilken säkerheterna skall utökas. Om detta inte uppfylls skall inspektionen göra en framställning till ministeriet om att koncessionen skall återkallas.

I *Frankrike* har sedan 1999 funnits en reglering som påminner om den tyska institutionella modellen. Lagen gör det möjligt för franska finansiella institut att inrätta specialinstitut, *Société de Crédit Foncier*, som emitterar säkerställda obligationer, *Obligations Foncières*. Det franska systemet är det mest restriktiva i EU när det gäller institutens verksamhet. Institutet får i princip endast emittera säkerställda obligationer och bedriva anknyttande kreditgivning.

Säkerhetsmassan kan först och främst utgöras av krediter mot fast egendom inom EES-området och av krediter utan säkerhet till stater, delstatsregeringar, myndigheter och offentliga organ inom EES (eller av lån till andra låntagare om borgen ställts av något nyss nämnt organ). Krediter mot fast egendom kan lämnas om säkerheten är fast egendom för bostadsändamål eller kommersiellt ändamål. Säkerhetsmassan kan även bestå av fordringar som kreditinstitut eller försäkringsbolag går i borgen för (max 20 procent av säkerhetsmassan), och andelar i värdepappersfonder –förutsatt att 90 procent av tillgångarna i fonden består av sådana lån mot säkerhet i fast egendom och lån till offentliga organ som kan ingå i säkerhetsmassan.

Säkerhetsmassan får även till 20 procent eller tillfälligt, med tillsynsmyndighetens tillstånd, till 30 procent, bestå av fyllnads-säkerheter. Dessa får bestå dels av tillgångar som kan användas i den Europeiska Centralbankens (ECB) system för transaktioner (se avsnitt 3.5), dels av fordringar på andra kreditinstitut med mindre än ett års löptid.

Till stöd för sin affärsverksamhet får specialinstitutet också sluta garderingsavtal samt låna och emittera andra skuldförbindelser. Enligt huvudregeln kan hypoteksinstitutet som mest bevilja krediter motsvarande 60 procent av den underliggande säkerhetens värde. (Härutöver kan tilläggs-krediter, dvs. krediter

som finansieras på annat sätt än genom säkerställda obligationer, ges upp till 80 procent av säkerheternas värde.) När det gäller lån till privatpersoner för finansiering av bostadsfastigheter får emellertid belåningsgraden uppgå till 80 procent. Beträffande matchning av prioriterade tillgångar och skulder föreskriver lagen att tillgångarna måste överstiga fordringarna från obligationsinnehavarna – ett visst mått av säkerhetsmarginal krävs alltså.

Emittentinstitutet behöver inte föra något register eller dela upp krediter mot säkerhet och krediter till offentliga organ i separata poler. Däremot skall det finnas en redovisning som utvisar de aktuella fordringarna mot institutet, institutets krediter och säkerheterna kopplade till dessa. Den särskilda tillsynen har i stor omfattning anförtrots en särskild inspektör vid institutet. Denne skall vara aktuarie hos institutet och skall godkännas av tillsynsmyndigheten. Inspektören skall tillse att emittenten efterlever de särskilda regler som gäller för dessa institut. Han skall bl. a. övervaka att matchningen mellan krediternas och obligationernas ränteperioder och löptider är tillfredställande och att tillgångarna hela tiden överstiger fordringarna. Om missförhållanden uppdagas är han skyldig att informera tillsynsmyndigheten, som kan besluta om varning, böter eller indraget tillstånd.

Luxemburg lagstiftade om säkerställda obligationer, *Lettres de gage*, 1997. Lagstiftningen har ganska snäv institutionell karaktär. I säkerhetsmassan får ingå dels lån mot säkerhet i fast egendom som utgör bostads-, industri- eller affärsfastighet, dels lån utan säkerhet till vissa organ av offentlig karaktär.

Beloppet av den hypotekskredit som en hypoteksbank beviljar får inte vara större än 60 procent av det sannolika försäljningsvärdet på den egendom som ställts som säkerhet. De emitterade obligationerna får dessutom inte heller överstiga bankens egna tillgångar mer än 60 gånger.

Värdering skall ske med försiktig beräkning varvid endast bestående egenskaper hos säkerheten skall beaktas. Säkerheterna till fastighetslånen får vara belägna i EES- eller OECD-länder.

Lån utan säkerhet får beviljas till stater inom EES och OECD samt deras myndigheter och institutioner.

Varje hypoteksbank skall föra ett register över säkerheter. Säkerheterna skall indelas i två grupper beroende på om de utgör säkerhet för obligationer med inteckningssäkerheter eller för obligationer med säkerheter i offentliga samfund. I vissa situationer får fyllnadssäkerheter användas. Dessa får dock inte överstiga 20 procent av säkerhetsmassan och får endast bestå av bl.a. kontanter och fordringar mot centralbanker och kreditinstitut i EES- eller OECD-länder.

Luxemburgs centralbank utser en självständig inspektör som skall kontrollera att säkerheterna har ställts och registrerats på tillbörligt sätt och att deras värde har bedömts i enlighet med värderingsreglerna. Endast om inspektören lämnat medgivande får säkerheter avlägsnas från säkerhetsmassan och innan obligationer emitteras skall inspektören intyga att tillräcklig säkerhetsmassa finns.

Till skillnad från övriga länder inom EU har *Spanien* regler om säkerställda obligationer med en funktionell inriktning. Här finns inga begränsningar när det gäller institutens verksamhet och de säkerställda obligationerna, *Cédulas Hipotecarias*, kan ges ut av både speciella institut, banker och kreditinstitut. Beloppet av den kredit som ett institut beviljar får inte vara större än 80 procent av egendomens värde om det gäller krediter med säkerhet i bostadsfastigheter och 70 procent om det gäller andra fastighetstyper. Obligationerna säkerställs genom förmånsrätt i den del av emittentinstitutets bolänestock som finansierats genom obligationerna. Den totala andelen säkerställda obligationer får inte överstiga 90 procent av säkerhetsmassan, vilket innebär att värdet säkerhetsmassan skall överstiga värdet av obligationsinnehavarnas fordringar med minst 10 procent.

Regler om kapitalräkning och enhandsengagemang

Som nämnts i avsnitt 3.4 ger EG-rätten medlemsländerna möjlighet att tillämpa vissa särregler för säkerställda obligationer

när det gäller kapitaltäckning och enhandsengagemang. Enligt det kreditinstitutsdirektivet (tidigare solvensdirektivet) skall innehav av säkerställda obligationer i kapitaltäcknings-sammanhang riskviktas till 20 procent. I direktivet infördes dock ett tidsbegränsat undantag från regeln. Fram till den 1 januari 1998 fanns under vissa förutsättningar möjlighet för medlemsstaterna att tillämpa riskvikten 10 procent. Sådana undantag skulle även rapporteras till kommissionen. Denna riskviktnings tillämpas i Tyskland, Danmark, Spanien, Grekland, Frankrike, Finland, Luxemburg, Grekland, Italien, Österrike, Belgien, Nederländerna och Irland. (De tre sistnämnda länderna saknar lagstiftning om säkerställda obligationer)

Endast Tyskland, Danmark och Spanien har notifierat kommissionen om detta.

Enligt det s.k. UCITS-direktivet får fondföretag ha enhandsengagemang upp till 25 procent av sina placeringarna i säkerställda obligationer. Denna möjlighet har införts i den nationella lagstiftningen i Tyskland, Danmark, Frankrike, Spanien, Luxemburg, Österrike, Grekland, Italien och Irland.

Försäkringsföretag får enligt den tredje generationens försäkringsdirektiv ha enhandsengagemang upp till 40 procent av de medel som motsvarar de tekniska avsättningarna. Dessa regler har utnyttjats av bl.a. Tyskland (30 procent) och Danmark.

3.7 Den svenska regleringen om soliditet och enhandsengagemang

EG:s regler om soliditet och enhandsengagemang har införlivats i svensk rätt. EG-reglerna utgör minimiregler, vilket innebär att medlemsländerna får införa strängare krav för inhemska institut. Innehållet i de svenska reglerna överensstämmer till övervägande del med EG-direktiven. Vissa avvikelser finns dock.

Soliditet

EG-rättens regler om kapitaltäckning för kreditinstitut och värdepappersbolag har införlivats genom lagen (1994:2004) om kapitaltäckning och stora exponeringar för kreditinstitut och värdepappersbolag. Lagen är en ramlagstiftning och den närmare regleringen genomförs genom att Finansinspektionen utfärdar föreskrifter och allmänna råd.

Som nämnts i avsnitt 3.4 påverkar kapitaltäckningsreglerna såväl institut som emitterar obligationer som institut som placerar i obligationer. För emittenterna gäller ett krav att kapitaltäckna de fordringar som institutet har på sina låntagare till följd av bolånekrediterna. Innehavarna av obligationerna skall i stället täcka den fordran de har på emittentinstitutet på grund av obligationsinnehavet. I enlighet med huvudregeln i kreditinstitutsdirektivet riskviktas investerarnas innehav av bostadsobligationer till 20 procent. I svensk rätt har således inte införts den riskvikt om 10 procent för innehav av säkerställda obligationer som regleras i övergångsregeln i artikel 65.2 i kreditinstitutsdirektivet (tidigare artikel 11 (2) i solvensdirektivet).

Emittentinstituten får i enlighet med vad som föreskrivs i kreditinstitutsdirektivet använda riskvikten 50 procent på fordringar för vilka säkerheten utgörs av panträtt i bostadsfastighet eller tomträtt. Enligt hypoteksdirektivet (98/32/EG) får medlemsstaterna under vissa förutsättningar bestämma att fordringar som säkrats med panträtt i kommersiella fastigheter får riskviktas till 50 procent. Denna möjlighet har endast delvis införts i Sverige. Efter medgivande från Finansinspektionen får riskvikten 50 procent åsättas fordringar mot säkerhet av panträtt i kommersiella fastigheter till utgången av år 2006. Detta gäller endast om fastigheten är belägen i ett annat EES-land och tillsynsmyndigheten i det landet tillåter att sådana fordringar riskviktas till 50 procent. Vidare krävs, i enlighet med hypoteksdirektivet, att fastigheten används eller hyrs ut av ägaren och att lånet understiger 50

procent av fastighetens marknadsvärde beräknat på visst sätt eller, om landet infört strikta kriterier för bedömning av pantlånevärde, 60 procent av pantlånevärdet. (Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd om kapitaltäckning och stora exponeringar, FFFS 2000:6, 7 kap. 13 §.) Sävitt gäller kommersiella fastigheter belägna i Sverige har således inte utnyttjats den möjlighet som ges i hypoteksdirektivet att jämställa fordringar med panträtt i kommersiella fastigheter med fordringar som säkrats med panträtt i bostadsfastigheter.

När det gäller försäkringsföretag finns EG:s regler om tekniska avsättningar och soliditet i de s.k. tredje generationens försäkringsdirektiv. Dessa har införlivats i svensk rätt genom ändringar i vissa befintliga lagar på försäkringsområdet, främst försäkringsrörelselagen (1982:713). Här anges att de försäkringstekniska avsättningarna skall motsvara belopp som erfordras för att bolaget vid varje tidpunkt skall kunna uppfylla alla åtaganden som skäligen kan förväntas uppkomma med anledning av ingångna försäkringsavtal. I likhet med vad som gäller i EG-direktiven får obligationer som utgivits av bl. a. svenska och utländska kreditinstitut användas för denna skuldtäckning. I enlighet med EG-direktiven finns det begränsningar i fråga om hur stora placeringarna får vara i vissa tillgångsslag. Av det belopp som skall skuldtäckas får en andel om högst 75 procent motsvaras av obligationer som getts ut av svenska eller utländska kreditinstitut (7 kap. 1, 10 och 10 b §§ försäkringsrörelselagen).

Enhandsengagemang

Bestämmelser om stora exponeringar finns, såvitt gäller kreditinstitut och värdepappersbolag, i 5 kap. lagen (1994:2004) om kapitaltäckning och stora exponeringar för kreditinstitut och värdepappersbolag och Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd om kapitaltäckning och stora exponeringar, FFFS 2000:6. Reglerna överensstämmer med de som återfinns i EG:s kreditinstitutsdirektiv. Som stora exponeringar räknas således

exponeringar gentemot en kund eller en grupp av kunder med inbördes anknytning som motsvarar minst 10 procent av institutets kapitalbas. Värdet av en stor exponering får inte överstiga 25 procent av institutets kapitalbas. Det sammanlagda värdet av institutets stora exponeringar inte får överstiga 800 procent av institutets kapitalbas. I enlighet med vad som anges i kapitalkravsdirektivet (93/6/EEG) får dessa gränsvärden överskridas, förutsatt att överskridandet enbart hänför sig till handelslagret och främst till positioner som tagits för att på kort sikt göra en vinst eller skydda andra positioner. Detta överskridande är inte av något större intresse i detta sammanhang.

Enligt kreditinstitutsdirektivet får medlemsstaterna helt eller delvis undanta vissa exponeringar från reglerna om största enhandsengagemang. Detta gäller exponeringar för vilka det anses finnas betryggande säkerhet i form av bl. a. garantier eller olika former av värdepapper. I överensstämmelse med detta stadgas det i kapitaltäckningslagen att vissa exponeringar, bl. a. fordringar på svenska staten, inte skall tas med vid beräkningen av enhandsengagemangen. Som nämnts avser ett av undantagen (artikel 49.7 [1], tidigare artikel 4.7 [1] i direktivet om stora exponeringar, 92/121/EEG) i kreditinstitutsdirektivet säkerställda obligationer. Detta undantag har inte införts i svensk rätt. I samband med införlivandet av direktivet om stora exponeringar diskuterades möjligheten att helt undanta placeringar i svenska bostadsobligationer från begränsningsreglerna. Regeringen konstaterade dock att de svenska bolåneinstituterna inte uppfyller kriterierna för säkerställda obligationer och att möjligheter till undantag därför saknas (prop. 1994/95:50 s. 230).

Finansinspektionen har bemyndigats att föreskriva att även andra poster än de som uttryckligen är undantagna i kapitaltäckningslagen skall undantas vid beräkningen av enhandsengagemang. Inspektionen har med stöd av detta föreskrivit att innehav av obligationer utgivna av bl.a. svenska och vissa utländska kreditinstitut endast behöver tas upp till 50 procent av sitt värde, om obligationerna har en återstående löptid av mer än

tre år och är föremål för daglig handel på kapitalmarknaden. Under vissa förutsättningar får obligationerna i stället tas upp med 20 procent av sitt värde. (Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd om kapitaltäckning och stora exponeringar, FFFS 2000:6 13 kap. 8 och 9 § §.)

För finansiella företagsgrupper tillämpas särskilda bestämmelser om bl.a. enhandsengagemang. En finansiell företagsgrupp föreligger bl. a. när ett kreditinstitut eller värdepappersbolag är moderföretag till ett annat kreditinstitut eller värdepappersbolag. Såsom exempel kan nämnas att de svenska bolåneinstitutet, Statshypotek, SPINTAB, Nordbanken Hypotek och SEB Bolån, vilka sammanlagt har ca 85 procent av bolånemarknaden, är dotterbolag till Handelsbanken, Föreningssparbanken, Nordbanken respektive SEB. I denna situation skall vid beräkningen av gränsvärdena för stora exponeringar inte medräknas exponeringar som institut har gentemot andra koncernföretag som står under tillsyn av Finansinspektionen och omfattas av samma gruppbaseade tillsyn som moderföretaget (6 kap. 10 § kapitaltäckningslagen). Moderbankerna kan alltså utan begränsning investera i de egna bolåneinstitutens obligationer.

Fondföretags möjligheter att placera medel i vissa institut regleras av det s.k. UCITS-direktivet (85/611/EEG) och ett tilläggsdirektiv till UCITS-direktivet (88/220/EEG). Direktiven har införlivats i svensk rätt i lagen (1990:1114) om värdepappersfonder. Placeringsreglerna återfinns i 19 § i lagen. Här har införts huvudreglerna i direktivet om att högst fem procent av tillgångarna får placeras i värdepapper med samma utgivare och att gränsen får höjas till tio procent om det sammanlagda innehavet av placeringar mellan fem och tio procent uppgår till högst 40 procent av fondföretagets tillgångar. Tilläggsdirektivet ger medlemsländerna rätt att höja gränsen för enhandsengagemang till 25 procent när det gäller innehav av säkerställda obligationer. Totalsumman av sådana placeringar får inte överstiga 80 procent av fondförmögenheten. Även dessa regler återfinns i 19 §. Noteras bör dock att den svenske lagstiftaren inte i lagtexten uttryckligt har angivit samtliga huvudrekvisit i

tilläggsdirektivet, dvs. att det skall föreligga balans mellan prioriterade skulder och tillgångar, att obligationsinnehavarna skall ha förmånsrätt vid emittentens konkurs och att emittentinstitutet skall stå under särskild offentlig tillsyn. Enligt förarbetena (prop. 1992/93:90 s. 72) innebär regeln dock en fullständig anpassning till tilläggsdirektivet. I avsnitt 6 diskuteras om lagtexten bör förtydligas på så sätt att samtliga rekvisit i tilläggsdirektivet anges i den svenska lagtexten.

Enligt lagen om värdepappersfonder finns ytterligare en begränsning i fråga om innehav av säkerställda obligationer. Summan av dessa obligationer får nämligen inte överstiga 10 procent av emittentens utestående lån som inte är garanterade av en stat eller kommun inom ett EES-land eller på liknande sätt (23 §).

Reglerna om enhandsengagemang för försäkringsföretag finns i de s.k. tredje skadeförsäkrings- och livförsäkringsdirektiven (92/49/EEG och 92/96/EEG). Dessa bestämmelser har införts i försäkringsrörelselagen. I enlighet med vad som gäller enligt direktiven får obligationer från samma emittent eller låntagare motsvara högst fem procent av skuldtäckningsbeloppet. Om obligationerna getts ut av en svensk bank eller kreditmarknadsföretag eller av ett utländskt kreditinstitut får obligationerna dock motsvara 10 procent av skuldtäckningsbeloppet. En förutsättning för detta är att de sammanlagda innehaven av sådana obligationer inte överstiger 40 procent av skuldtäckningsbeloppet

(7 kap. 10 c § försäkringsrörelselagen).

I de tredje skadeförsäkrings- och livförsäkringsdirektiven (artikel 22.4) finns särregler för säkerställda obligationer när det gäller enhandsengagemangens storlek. Försäkringsdirektiven medger enhandsengagemang upp till 40 procent av de tekniska avsättningarna. Vid flera tillfällen har det diskuterats om undantagsregeln skall införas i svensk rätt (se avsnitt 6) men så har inte skett.

3.8 Värdepapperisering

Den ökande konkurrensen på bolänemarknaden har medfört att det blivit allt viktigare för boläneinstituterna att hitta effektiva finansieringsmetoder. I detta avsnitt skall översiktligt redogöras för värdepapperisering. Det är en upplåningsform som kan användas för att minska finansieringskostnaderna. När det gäller boläneinstitutens finansiering torde värdepapperisering dock främst utgöra ett komplement till säkerställda obligationer.

Värdepapperisering är ett förfarande som innebär att relativt homogena tillgångar med förutsägbara betalningsflöden omvandlas till obligationer eller andra lätt omsättningsbara värdepapper. Genom att föra ihop ett stort antal lån som liknar varandra går det att med utgångspunkt i historiska data beräkna det betalningsflöde som lånestocken förväntas generera. Det förväntade betalningsflödet kan därefter prissättas och emitteras som obligationer, för vilka säkerheterna kan utgöras av betalningsflöden, kreditförstärkande åtgärder och panträtter. I stort sett alla fordringar går att värdepapperisera men lån med panträtt i fastigheter är den mest förekommande typen.

I vid mening kan de svenska boläneinstitutens nuvarande verksamhet sägas vara ett exempel på värdepapperisering. Institutet finansierar sin utlåning genom att emittera obligationer på värdepappersmarknaden. Obligationernas avkastning genereras av de betalningsströmmar som inflyter från institutens kreditgivning. De panträtter som finns för bolagets kreditgivning utgör s.a.s. indirekta säkerheter för obligationerna. Med värdepapperisering brukar dock åsyftas en mer specialiserad verksamhet där ett företag (originatorn) säljer en lånestock till en juridisk person (specialföretaget) som ger ut värdepapper för att finansiera sitt förvärv. Specialföretaget har enbart till syfte att äga dessa fordringar samt förmedla betalningsflödena från kredittagarna till de som investerat i värdepapperen. Specialföretaget överläter ofta sin administration till ett annat företag (serviceföretaget). Det är oftast originatorn som tar på sig denna uppgift eftersom den därmed kan behålla kundkontaktarna med kredittagarna. Investerarna kräver ofta att specialföretagets

kreditvärdighet förstärks genom någon form av kreditförstärkande åtgärd, t. ex. att ett försäkringsbolag garanterar specialföretagets kreditvärdighet. Vanligen är ett ratinginstitut involverat i en värdepapperiseringstransaktion för att bedöma specialföretagets kreditvärdighet och de legala förutsättningarna för transaktionen. De obligationer som specialföretaget ger ut kan därmed åsättas en rating.

Sannolikt skulle antalet värdepapperiseringar genomförda av svenska företag ha varit större om det hade varit möjligt att genomföra värdepapperisering i Sverige på de villkor som i stor utsträckning gäller utomlands. Det som i praktiken ofta har förhindrat värdepapperisering med specialföretag i Sverige är att sådana företag har träffats kapitaltäckningskrav. Kapitaltäckningskravet har medfört att svenska banker och kreditmarknadsföretag valt att placera specialföretag i länder där det inte ställs motsvarande kapitalkrav.

Riksdagen har emellertid nyligen beslutat om vissa lagändringar som syftar till att förbättra förutsättningarna för värdepapperisering i Sverige (SFS 2001:172, prop. 2000/01:19). Lagstiftningen, som trädde i kraft den 1 juni 2001, innebär bl. a. att verksamhet som består i att vid enstaka tillfällen förvärva fordringar eller fordringsstockar under vissa förutsättningar undantas från lagen om finansieringsverksamhet – och därmed också från kapitaltäckningskraven.

4 Motiv för en svensk lagreglering om säkerställda obligationer

Promemorians förslag: Lagregler om säkerställda obligationer införs i Sverige.

Utredningens förslag: Överensstämmer med promemorians förslag.

Remissinstanserna: Merparten av remissinstanserna har i huvudsak tillstyrkt utredningens förslag om att regler om säkerställda obligationer bör införas. Av dessa har *Finansinspektionen*, *Svenska Bankföreningen*, *Svenska Fondhandlareföreningen*, *Fondbolagens Förening*, *Försäkringsförbundet*, *Allmänna pensionsfondens första-tredje fondstyrelser*, *Konkurrensverket*, *Uppsala universitet* och *Statens bostadskreditnämnd* framfört vissa synpunkter på olika delar av förslaget.

Finansinspektionen har ansett att det är rimligt, mot bakgrund av att svenska institut svarar för en icke obetydlig del av den europeiska obligationsmarknaden, att det svenska regelverket inte hindrar finansieringslösningar som tillämpas i andra europeiska länder. Förslaget ter sig enligt inspektionen attraktivt ur ett systemstabilitetsperspektiv, eftersom det bidrar till att skapa en matchad lånestructur på kreditmarknaden där pantvärdena ägnas särskild uppmärksamhet och där långivarna kan ha fullgod säkerhet om fallissemang inträffar. Inspektionen har även anført att systemet bidrar till att skapa bättre differentiering av räntevillkor på kreditmarknaden.

En rad remissinstanser, däribland *Sveriges riksbank*, *Riksgäldskontoret*, *Finansbolagens förening*, *SBAB* och *Industriförbundet*, har avstyrkt förslaget. *Sveriges riksbank* har anfört följande. Det saknas tillräckliga motiv för att införa den aktuella regleringen. Det råder inte några missförhållanden på marknaden. Förslaget innebär endast en marginell uppgradering av säkerheterna i obligationerna. Huvuddelen av förstärkningarna kan åstadkommas genom civilrättsliga åtgärder. Förslaget leder inte till en mer homogen obligationsmarknad inom EU och inte heller till att upplåningen blir billigare. Förslaget riskerar att medföra att den särskilda legala statusen som det är fråga om uppfattas som en statlig kvalitetsstämpel och det kan uppstå ett tryck på staten att ersätta obligationsinnehavarna i händelse av att ett institut skulle falla.

Några instanser, bland andra *Industriförbundet* och *Villaägarnas förbund*, har delat Riksbankens uppfattning att det saknas behov att lagvägen förbättra bostadsinstitutens upplåningsmöjligheter. Vissa instanser har anfört att förslaget skulle ha ogynnsamma effekter från ett konkurrensperspektiv. *Finansbolagens förening* har gjort gällande att det finns risk för att kapitalanskaffningar för kreditgivning till bostäder, kommersiella fastigheter och jordbruk ges fördelar framför kapitalanskaffningar till andra verksamheter. Liknande synpunkt har framförts av *Industriförbundet*.

Skälen för promemorians förslag

Ökad integration och konkurrens

Inom EU sker en stegvis utveckling mot ökad integration och konkurrens på de finansiella marknaderna. En avgörande milstolpe passerades i och med den gemensamma valutans, eurons, införande i flertalet av medlemsländerna. Även om nationella marknadsstrukturer och särarter i mycket kan förutses bestå under överskådlig tid finns viktiga områden där nationella

regler kan harmoniseras. Syftet med detta är att underlätta en gränsöverskridande verksamhet för att på så sätt öka konkurrens och mångfald. EU:s handlingsplan för finansiella tjänster är ett sådant konkret åtgärdsprogram som skall genomföras fram till år 2005 – med en särskild prioritering av värdepappersfrågor i syfte att uppnå en integrerad värdepappersmarknad till slutet av år 2003. Av stor betydelse är också genomförandet av handlingsplanen för riskkapital till år 2003.

Införandet av euron har varit avgörande för att en bredare och djupare marknad för *lånekapital* skall etableras vid sidan av statslänemarknaderna. För den tidigare outvecklade europeiska företagsobligationsmarknaden har euron inneburit en kraftfull tillväxtstimulans. Inom det hushållsorienterade tjänsteområdet – där den i volym räknat mycket betydelsefulla bostadsfinansieringen ingår – har integrationen däremot allmänt sett varit trögare. Även här förutses emellertid euron komma att få stor betydelse på sikt. Den europeiska obligationsmarknaden väntas bli mer attraktiv som finansieringskälla. Ett ökat antal aktörer innebär större volymer, bättre likviditet och lägre upplåningskostnader. För medlemmarna i valutaunionen försvinner de valutarisker som normalt finns vid gränsöverskridande verksamhet, vilket innebär att det blir lättare att jämföra obligationernas säkerhet och prissättning. Kreditriskerna bakom olika obligationer kommer således mer i fokus.

På *utlåningssidan* har gränsöverskridande kreditgivning av bolån hittills förekommit i mycket liten omfattning. Det beror inte minst på kulturskillnader och på att bolånemarknaden främst är inriktad på privatkunder, vilka är svåra att nå utan ett distributionsnät. Bolån är emellertid en standardiserad och förhållandevis enkel produkt som på sikt borde lämpa sig väl för försäljning över gränserna. Därtill innebär en gemensam valuta att de räntor som erbjuds av kreditgivare i olika länder blir direkt jämförbara. En pådrivande konkurrensfaktor är också den tekniska utvecklingen som ger möjligheter att till låga kostnader utnyttja internet för bostadslån. Som tidigare nämnts har i Sverige nya aktörer specialiserade på internet etablerats på

marknaden. Även för utländska institut innebär internet givetvis bättre kostnadsmässiga förutsättningar att penetrera den svenska marknaden. Ett uttryck för den ökande integrationen är även att det inom EU finns strävanden att harmonisera regleringen beträffande bolåneinstitutens verksamhet. Ett resultat av detta är att den europeiska samlingsorganisationen för bolåneinstitut, European Mortgage Federation, har åtagit sig att uppmana sina medlemmar att lämna viss standardiserad information om bolånen, vilket gör att konsumenterna lätt kan jämföra vilka villkor institut i olika länder erbjuder. Reglerna har utarbetats i samarbete med EG-kommissionen som också har en väsentlig roll i övervakningen och uppföljningen av reglerna.

Sammanfattningsvis kan förutses att valutaunionen i kombination med de sedvanliga marknadsmekanismerna och den nya tekniken leder till en ökad integrering och ett hårdare konkurrens klimat. Detta gäller främst upplåningssidan. Sannolikt kommer konkurrensen över gränserna även att öka på bolånesidan även om utvecklingen går långsammare. Så länge Sverige står utanför den gemensamma valutan kvarstår emellertid de hinder som är förknippade med främst valutakursrisken. Likväl kan förutses att även de svenska bostadsinstitutet står inför en tilltagande konkurrens.

Mer likartade upplåningsförutsättningar

Av den tidigare redogörelsen har framgått att de svenska bostadsinstitutet i ett historiskt perspektiv utvecklat en effektiv verksamhet. Olika strukturella faktorer, bl.a. skyddet från starka inhemska regleringar har bidragit till att en stor och likvid nationell marknad för finansiering av institutets utlåning kunnat upprätthållas och även till att bygga upp en internationell upplåning. Nationella och internationella avregleringar samt strävanden mot en mer integrerad obligationsmarknad inom EU pekar emellertid på att framtiden rymmer väsentligt mer av konkurrens och kräver mer av anpassning till placerares och lånekunders önskemål. Konkret har detta tagit sig uttryck i uppbyggandet av

en mer homogen obligationsmarknad för bostadsfinansiering inom ett antal EU-länder. Med förebild i främst den tyska lagstiftningen har som framgått en likartad lagstiftning för säkerställda obligationer införts i flertalet EU-länder och i en rad av de s.k. ansökarländerna.

En viktig marknadseffekt är att säkerställda obligationer visat sig generellt medföra en hög *rating* (kreditvärdighet) för de upplånande instituten. Den goda kreditvärdigheten beror på att *genomlysningen av obligationsstockarna förenklas* och att de grundläggande villkoren och säkerheterna som gäller för obligationsköparna förbättras och tydliggörs. En bättre rating gör placerarna mer villiga att – till låga räntor – låna ut medel till instituten. Som tidigare framhållits förutses låga upplåningskostnader bli ett allt viktigare konkurrensmedel på de framtida bolånemarknaderna.

Frågan om i vilken utsträckning svenska institut skulle, inom ramen för ett system med säkerställda obligationer, tillgodogöra sig högre rating och lägre upplåningskostnader är beroende av den svenska lagstiftningens närmare utformning men också av institutens samlade verksamhet och kvalitet i kreditportföljerna. De nuvarande svenska bostadsinstitutet beviljar i princip endast bottenlån. Enligt det förslag som här presenteras skall sådana institut som emitterar säkerställda obligationer få bedriva all den verksamhet som en bank eller ett kreditmarknadsföretag har möjligheter till. Det finns således inget hinder mot att de institut som även beviljar topplån, dvs. lån för vilka det inte finns samma säkerhet som för de lån som beviljas inom ramen för den särskilda lagstiftning som här föreslås. Det finns därför en risk att finansieringen av sådana topplån blir något dyrare än enligt nuvarande system. Normalt bör den samlade ränteeffekten dock bli positiv eftersom bottenlånen utgör en betydligt större andel av de enskilda lånen än topplånen.

Den säkerställda delen är också förenad med en rad faktorer som verkar för ökad säkerhet och stabilitet i hela institutets verksamhet. Med den funktionella inriktning på lagstiftningen som här föreslås får instituten möjlighet att organisera den

samlade kreditgivningen på ett för dem optimalt sätt. För koncerner gäller det att fördela krediter och eget kapital mellan de olika delarna så att den gynnsammaste kombinationen uppnås.

En lagreglering av säkerställda obligationer skulle således ge svenska institut samma förutsättningar till upplåning som merparten av övriga institut inom EU och därmed bidra till att öka möjligheterna till en förbättrad finansiering av verksamheten.

Attrahera nya investerare

Den internationella utvecklingen mot liberalare placeringsregler för institutionella kapitalplaceringar som försäkringsbolag och pensionsfonder samt införandet av en gemensam valuta inom EU innebär betydande omstruktureringar av tillgångsportföljerna. Behoven av internationell diversifiering har ökat i takt med en mer global finansiell marknad, ökat pensionssparande och större genomslag för modern kapitalförvaltning. Detta gäller även för svenska placeringar. Beträffande den svenska marknaden kan till dessa faktorer läggas den betydande strukturella omallokeringen av AP-fondens tillgångar som reformeringen av AP-fondssystemets placeringsregler medför. AP-fondens traditionellt dominerande ställning som investerare i svenska bostadsobligationer försvagades i och med liberaliseringen av placeringsreglerna per den 1 januari 2001. AP-fondssystemet kan förväntas förvalta en betydligt mer diversifierad värdepappersportfölj i framtiden med ökad andel aktier och utländska värdepapper på bekostnad av främst svenska räntebärande instrument. Detta uppvägs i någon mån, men knappast helt, av att det nya premiepensionssystemet utgör en tillkommande investerarkategori även för svenska bostadsobligationer.

Vid denna omstrukturering är det önskvärt att placerarnas bedömning av svenska bostadsobligationer kan grundas på i viktiga delar likartade villkor som gäller för övriga EU-länders

obligationer för att inte svenska institut skall förfördelas. Detta gäller inte minst mot bakgrund av att svenska institut svarar för en icke obetydlig del av den europeiska obligationsmarknaden. Vissa stora internationella investerare som försäkringsbolag och pensionsfonder kan också ha interna regler som förhindrar dem från att investera i t.ex. bostadsobligationer som inte omfattas av den särskilda säkerhet som en lagstiftning om säkerställda obligationer innebär. Ett system med säkerställda obligationer bör således allmänt bidra till en *ökad efterfrågan* på svenska bostadsobligationer bland *utländska investerare*.

Mer specifikt gäller också som ovan framgått att placeringar i säkerställda obligationer behandlas särskilt förmånligt i de EG-direktiv som reglerar kreditinstituts, värdepappersfonders och försäkringsbolags exponeringar mot enskilda låntagare. Direktiven medger extra stort utrymme för dessa placeringar. Ett genomförande av dess regler ökar obligationernas attraktionskraft. Vidare ingår säkerställda obligationer (nominerade i euro) i den s.k. *tier-one gruppen* i Europeiska Centralbankens (ECB:s) gradering av säkerheter. Detta innebär att obligationerna utan begränsningar kan användas som säkerheter vid ECB:s marknadsoperationer eller när kreditinstitut skall ställa säkerhet för kredit inom ramen för det europeiska centralbankssystemet. Även detta ökar efterfrågan på obligationerna generellt sett.

Sammanfattningsvis är det med hänsyn till utvecklingen mot ökad konkurrens, globalisering och diversifiering på obligationsmarknaden av vikt att svenska bostadsinstitut kan profilera sig på ett konkurrenskraftigt sätt, både nationellt och internationellt. Eftersom säkerställda obligationer är förenade med en rad fördelar för placerarna och då de alltmer framstår som ett standardinstrument för upplåning vore det en fördel för svenska institut om de kan erbjuda investerarna dessa obligationer.

Hushållning med eget kapital

De svenska bostadsinstitutens traditionella upplåning mot hela balansräkningen fordrar ett inte obetydligt riskkapital. Upplå-

ning på de internationella kapitalmarknaderna kräver som regel en kapitaltäckningsnivå som med stor marginal överstiger den lagstadgade miniminivån om 8 procent. Genom att minska andelen eget kapital finns ofta möjligheter att minska de totala finansieringskostnaderna. En finansieringsmetod som radikalt kan minska behovet av riskkapital och därmed kapitaltäckningsnivån är värdepapperisering (se avsnitt 3.8). Finansiering genom säkerställda obligationer innebär ingen minskning av institutets tillgångar eller lägre formella krav på kapitaltäckning. Likväl kan hävdas att den ökade säkerhet för placerarna som finns i ett sådant system är en faktor som verkar i kapitalbesparande riktning.

Möjligheter till lägre boräntor

Som nämnts ovan kan förutses att även konkurrensen på bolånemarknaden kommer att öka. Det huvudsakliga konkurrensmedlet på marknaden är räntan. Mot denna bakgrund bör lägsta möjliga finansieringskostnader för de kreditgivande instituten öka förutsättningarna för svenska bolånekunder att få lägsta möjliga räntor på sina bostadslån.

Krävs lagstiftning?

Flera remissinstanser, däribland Sveriges riksbank och Industriförbundet, har ansett att det saknas behov att lagvägen förbättra bostadsinstitutens upplåningsmöjligheter, eftersom effekterna kan uppnås av emittenterna själva genom föreskrifter i bolagsordningarna. I det sammanhanget är det viktigt att betona att det visserligen är möjligt för emittenterna att utan stöd av lag ge ut obligationer som ger placerarna i princip samma säkerhet som säkerställda obligationer, men att en lagreglering ger en tydligare signal om obligationernas kvalitet och bakomliggande säkerheter. En lagreglerad förmånsrätt för innehavarna av obligationerna och särskild offentlig tillsyn är vidare en förutsättning för att

dessa skall få tillgodogöra sig de förmånliga regler om kapitaltäckning och enhandsengagemang som finns i EG-direktiven. Ett lagstadgat system är vidare mer stabilt än ett som bygger på bolagens egna beslut, vilka lättare kan ändras från tid till annan. Det är således inte möjligt att uppnå de önskvärda effekterna av säkerställda obligationer utan lagreglering.

Uppstår snedvridning av konkurrensen?

Några remissinstanser, bl. a. Industriförbundet och Finansbolagens förening, har ansett att ett införande av säkerställda obligationer kan leda till en snedvridning av konkurrensen. Finansbolagens förening har anfört att det finns risk för att kapitalanskaffning för kreditgivning till olika typer av fastigheter ges fördelar framför kapitalanskaffningar till andra verksamheter. Risker får dock anses vara liten för att andra aktörer på kreditmarknaden skall få sin finansiering direkt fördyrad eller försvårad. Olika placerare har olika inriktning och riskpreferenser. Mycket lite talar för att andra placeringsinstrument överges av den anledningen att säkerställda obligationer införs. I det sammanhanget kan nämnas den marknad för företagsobligationer – denominerade i euro – som nu växer fram inom EU och som ger större företag en bredare, delvis ny finansieringskälla.

Sannolikt är det däremot så att aktörer inom andra branscher inte kommer i åtnjutande av samma låga upplåningskostnader som bolåneinstituten. Det är dock sedan länge ett faktum att hypoteksinstituten intar en särställning på kreditmarknaden. De är specialiserade på långfristig utlåning och upplåning mot goda säkerheter, särskilt i fast egendom. Detta innebär att det i första hand är staten som är bolåneinstitutens konkurrent i upplåningssammanhang.

När det hävdas att andra låntagare inte får likartade fördelar är också att märka att lån med fast egendom som säkerhet inte

nödvändigtvis syftar till bostadsfinansiering. En stor del av lånen till företag och till viss del också hushåll torde i själva verket användas till finansiering för andra ändamål. Det är således något oegentligt att generellt påstå att lån till bostadssektorn premieras. Det kan dessutom hävdas att kapitalmarknaden i dag är så mångsidig och att den påverkas av så många olika faktorer – exempelvis kreditrisk, likviditetsrisk och riskpremier – att införandet av säkerställda obligationer inte kan anses medföra någon negativ snedvridning av konkurrensen. I ett konkurrensperspektiv bör givetvis även beaktas det som ovan framhållits nämligen att en svensk reglering innebär att viktiga delar av den svenska finansiella sektorn ges samma konkurrensförutsättningar som den utländska.

Innebär systemet en statlig kvalitetsstämpel?

Vissa remissinstanser, bland dem Sveriges riksbank, har menat att en särskild lagstiftning om säkerställda obligationer kan uppfattas som en statlig kvalitetsstämpel och att det kan uppstå ett tryck på staten att ersätta obligationsinnehavarna i händelse av fallissemang i ett institut. Den mest grundläggande komponenten i ett system med säkerställda obligationer kan sägas vara att investerarna har förmånsrätt i händelse av emittentens konkurs. Detta torde markera att det är förmånsrätten, och inte någon statlig garanti etc., som borgar för investerarnas säkerhet. Den föreslagna regleringen berör inte staten på annat sätt än att Finansinspektionen åläggs att utöva tillsyn över att reglerna följs – en princip som allmänt gäller för reglering inom den finansiella sektorn. Ett liknande system med en förmånsrätt som är knuten till vissa register finns för övrigt sedan ett antal år för vissa av försäkringsföretagens fordringsägare. De tillsynsuppgifter som nu tillkommer ligger därför i linje med inspektionens övriga tillsynsuppgifter, låt vara att det är fråga om en särskild tillsyn utöver den som annars gäller för banker och kreditmarknadsföretag.

Sammanfattning och slutsats

Den tilltagande konkurrensen och den ökande internationella diversifieringen av kapitalförvaltningen medför behov för bostadsinstituten att kunna utnyttja nya finansieringsformer, omfattande bredast tänkbara placerarkategori. Ett system med säkerställda obligationer framstår som ett väsentligt instrument för dessa institut att bredda sin bas för upplåningen och därmed uppnå optimal finansiering. Ett sådant system skulle ge svenska bostadsinstitut samma förutsättningar till upplåning som övriga institut inom EU i växande omfattning har tillgång till.

Mot bakgrund av det tilltagande konkurrenstrycket på bolånemarknaden bör lägsta möjliga finansieringskostnader för bostadsinstituten öka förutsättningarna för svenska kunder att få lägsta möjliga räntor på sina bostadslån. Det finns således starka skäl att införa en lagstiftning om säkerställda obligationer i Sverige. De argument mot ett sådant system som anförts av vissa remissinstanser – att lagregler är obehövlige, att konkurrensen snedvrids och att en statlig kvalitetsstämpel uppstår – framstår inte som särskilt tungt vägande. I sammanhanget bör beaktas att ett sådant system i princip förutsätter att en särskild förmånsrätt införs för obligationsinnehavarna. Det är – inte minst med hänsyn till vad som anförts i detta avsnitt – befogat att komplettera förmånsrättslagen med en sådan förmånsrätt (se närmare i avsnitt 5.5). Det föreslagna systemet kan inte heller anses ha någon menlig inverkan på den ekonomiska stabiliteten. För en närmare analys i denna fråga, se avsnitt 7.

5 Säkerställda obligationer

5.1 Funktionell eller institutionell reglering ?

Promemorians förslag: Reglerna om säkerställda obligationer skall ges en funktionell inriktning. Det innebär att instituten får möjlighet att välja om de vill ägna sig åt att enbart ge ut säkerställda obligationer och åt kreditgivning som finansieras genom sådan utgivning eller om de även vill bedriva övrig bankrörelse- eller finansieringsverksamhet.

Utredningens förslag: Överensstämmer med promemorians förslag.

Remissinstanserna: Flertalet instanser som yttrat sig i denna fråga har ansett att lagstiftningen skall ha en institutionell inriktning. *Svenska Bankföreningen* har anfört att det ur placerarnas synvinkel är en fördel om institutet är i lag förhindrat att bedriva alltför omfattande verksamhet vid sidan om. Liknande synpunkt har framförts av *Sveriges Försäkringsförbund*. *Sveriges Bostadsrättsföreningars Centralorganisation (SBC)* har anfört att en blandad verksamhet innebär ett ökat risktagande. *Finansinspektionen* har emellertid ansett att regelverket bör ha en funktionell inriktning.

Skälen för promemorians förslag: En övergripande fråga vid införande av lagregler om säkerställda obligationer är om regleringen skall ha institutionell eller funktionell inriktning, dvs. om

institut som emitterar säkerställda obligationer skall tillåtas eller inte tillåtas att även ägna sig åt annan finansiell verksamhet.

Inledningsvis kan anmärkas att EG-reglerna inte utesluter vare sig en institutionell eller funktionell modell. Det finns såväl argument för som emot de olika modellerna. Det kan förefalla vara lättare för placerare, i synnerhet utländska, att bedöma emittentinstitutets förmåga att infria sina förpliktelser om institutet inte samtidigt ägnar sig åt annan verksamhet. Sådana synpunkter har framförts av bl.a. Svenska Bankföreningen och Sveriges Försäkringsförbund. Investerarnas placeringsval påverkas i stor utsträckning av de kreditvärderingar som görs av värderingsinstituten och av investerarna själva. Som tidigare beskrivits (se avsnitt 3.1) arbetar dock värderingsinstituten så att de "ser igenom" emittentinstitutens konstruktioner och inriktar sig på att bedöma de faktiska riskerna. I princip tycks det i sig inte spela någon roll vilken legal kontext ett emittentinstitut verkar i – en effektiv genomlysning av institutet kan ändå ske. Med den utgångspunkten skulle ett emittentinstitut med restriktiv verksamhet bedömas på samma sätt oavsett om den tillämpliga lagstiftningen är funktionell eller institutionell.

En funktionell lagstiftning medför dock större möjligheter för ett institut att ändra inriktning på sin verksamhet till en mer riskabel sådan. Det kan således inte uteslutas att lagstiftningens utformning i detta avseende har viss påverkan på värderingsinstitutens bedömning. Risk finns således att denna bedömning i någon mån påverkas negativt om systemet har en funktionell lösning. Viktigare är emellertid att en rad andra faktorer – i första hand obligationsinnehavarnas förmånsrätt men även t.ex. regler om värderingar, belåningsgrader, tillsyn etc. – spelar in när det gäller att bedöma hur säkert ett system med säkerställda obligationer är. Från ratingsynpunkt torde en institutionell modell i sig därför knappast medföra mer än marginella fördelar. Mer avgörande för ratingen blir i stället vilka risker som är förknippade med institutets verksamhet och vilka de sammanlagda effekterna blir av de restriktioner som finns inom ramen för lagstiftningen.

Vissa remissinstanser, däribland Sveriges Bostadsrättsföreningars Centralorganisation, har anfört att blandad verksamhet kan komma att innebära ett ökat risktagande. Om ett risktagande finns i den övriga verksamheten kan detta givetvis verka hämmande på institutets rating och upplåningsvillkor. Ett bakslag i den övriga verksamheten kan i förlängningen ha återverkningar på den del som har samband med de säkerställda obligationerna, t. ex. genom att institutets kredittagare i högre grad löser in sina bostadslån i förtid eller att institutet får svårare att attrahera låntagare. Riskerna med blandad verksamhet beror dock till stor del på vilken övrig verksamhet instituten kan komma att bedriva. Om den övriga verksamheten är förenad med höga risker, kan detta öka risken för en obeståndssituation. För kreditinstitut är det dock givet att värderingsinstitutet fäster stort avseende vid omfattningen och kvaliteten av de tillgångar och skulder som är frikopplade från de säkerställda obligationerna. Lika uppenbar för dem är kopplingen mellan ökat risktagande och sänkt rating. En god rating förutsätts vara en central målsättning för varje institut som emitterar säkerställda obligationer. Det finns således ett starkt incitament för institutet att inte ägna sig åt verksamhet som riskerar att påverka ratingen i ogynnsam riktning. I sammanhanget bör även beaktas att institutens hela verksamhet är reglerad och står under tillsyn av Finansinspektionen. Det är således inte troligt att instituten vid en funktionell lösning kommer driva verksamhet som äventyrar institutets stabilitet.

Tyskland och Danmark har sedan länge en lagreglering om säkerställda obligationer med institutionell inriktning. Marknaderna för säkerställda obligationer i dessa två länder är dominerande i Europa. Tysklands lagstiftning har fungerat som förebild för en rad länder inom EU, däribland Finland, Frankrike och Luxemburg, samt för flera av de länder som söker medlemskap i EU, däribland Polen och Ungern. Den institutionella modellen kan således antas förbli den dominerande i Europa ett bra tag framöver. Att flertalet länder har anslutit sig till en institutionell modell kan synas tala för att en sådan bör väljas även i Sverige.

De olika ländernas institutionella modeller skiljer sig emellertid avsevärt åt såväl i fråga om vilken övrig verksamhet som får bedrivas som beträffande enskilda delar av systemet – detta gäller belåningsgrader, tillåten säkerhetsmassa etc. Det finns följaktligen ingen enhetlig europeisk standard för lagregleringen beträffande säkerställda obligationer. Till bilden hör också att det är olika slag av institut som emitterar bostadsobligationer i de olika länderna. Som en motbild kan erinras om att Spanien har regler med en funktionell inriktning, att instituten där fått god rating och att den spanska obligationsmarknaden vuxit snabbt under senare år. Nämnas kan även att Tjeckien nyligen har lagstiftat om säkerställda obligationer med funktionell inriktning. Jämförelsen med övriga länder ger således ingen entydig vägledning för valet av lagstiftningsmodell.

Med en funktionell inriktning kan tillsynen av instituten komma att bli komplicerad och mer omfattande, vilket är ett argument för en institutionell modell. I sammanhanget rör det sig dock om förhållandevis små merkostnader, se avsnitt 7.

En funktionell modell medför större organisatorisk frihet för instituten. Ett institut som bedriver en storskalig övrig verksamhet kan också få vissa operativa fördelar, t. ex. ha lättare att överbrygga tillfälliga likviditetsbrister genom fyllnadssäkerheter. Ytterligare en fördel med en funktionell lösning kan vara att instituten ges större möjligheter att ordna helhetslösningar för kunderna, t. ex. arrangemang där samma institut lämnar botten- och topplån, krediter för annat ändamål och även ombesörjer andra finansiella angelägenheter. Detta kan medverka till ökad konkurrens mellan instituten vilket i slutändan kan gynna bolånekonsumenterna. Den större flexibiliteten och friheten att förena kreditgivning som finansieras genom utgivande av säkerställda obligationer med annan verksamhet kan också möjligen medföra större incitament för inhemska och utländska aktörer att etablera sig på den svenska bolånemarknaden. Även detta bidrar i så fall givetvis till ökad konkurrens och gynnande av bolånekonsumenterna.

Sammanfattningsvis görs bedömningen att fördelarna med en funktionell regering för utgivning av säkerställda obligationer överväger de som kan ses med en institutionell lösning. Ett funktionellt synsätt har också generellt alltmer kommit att präglade den finansiella lagstiftningen, då det bedömts bättre tillvarata utveckling och konkurrens.

5.2 Institutens säkerhetsmassa

5.2.1 Bakgrund

Ett huvudsyfte bakom reglerna om säkerställda obligationer är att obligationsinnehavarnas fordringar skall göras särskilt säkra genom att viss egendom, här benämnd säkerhetsmassa, reserveras för deras räkning. EG-direktiven innehåller inte någon formell begränsning i fråga om vilken typ av egendom som kan komma ifråga för detta ändamål. Regleringen tillkom dock med hänsyn till de danska bolåneinstitutens situation. Dessa har sedan lång tid tillämpat ett system som bygger på att institutens bolånekrediter utgör säkerhetsmassa. Tanken med regleringen är därför i första hand att institutens kreditstockar, kanske främst bolånekrediterna, skall utgöra säkerhetsmassa. I de övriga EU-länder som infört system med säkerställda obligationer gäller något olika regler i fråga om vilka slags krediter och övriga tillgångar som får ingå i säkerhetsmassan. När det gäller krediter tillåts dock i samtliga länder utom Danmark både krediter som lämnats mot pant i olika typer av fast egendom och krediter som getts utan säkerhet till vissa särskilt säkra låntagare. Härutöver tillåter länderna i allmänhet att även annan särskilt säker egendom till en mindre del får ingå i säkerhetsmassan.

5.3 Krediter mot säkerhet i fast egendom, tomträtt eller bostadsrätt (hypotekskrediter)

Promotorians förslag: Krediter som instituten lämnat mot säkerhet får bestå av krediter som är förenade med inteckning i sådan fast egendom eller tomträtt som är avsedd för bostads-, jordbruks-, affärs- eller kontorsändamål samt av krediter som är förenade med pant i bostadsrätt. Finansinspektionen får lämna närmare föreskrifter om innebörden av respektive kategori av fast egendom eller tomträtt.

Säkerheterna för krediterna får endast bestå av sådana som är belägna inom ett medlemsland i det Europeiska ekonomiska samarbetsområdet, EES. Krediter med säkerheter i annat EES-land än Sverige får maximalt utgöra 25 procent av säkerhetsmassan. Om det finns särskilda skäl får Finansinspektionen medge att hypotekskrediterna får säkerställas med säkerheter utanför EES och att andelen säkerheter belägna utomlands får överstiga 25 procent.

Utredningens förslag: I betänkandet föreslogs att säkerhetsmassan endast skulle få utgöras av krediter med säkerhet i fast egendom i form av bostadsfastigheter, jordbruksfastigheter och kommersiella fastigheter. I betänkandet berörs inte frågorna om lån med säkerhet i bostadsrätt eller tomträtt bör kunna ingå i säkerhetsmassan eller om begränsningar bör gälla i fråga om krediter mot säkerheter belägna utomlands.

Remissinstanserna: *Sveriges Fastighetsägareförening* har ansett att säkerheterna endast får bestå av fast egendom. *Villaägarnas riksförbund* har ansett att även krediter mot pant i tomträtt skall få ingå i säkerhetsmassan, eftersom pant i tomträtt annars kommer att betraktas som en sämre säkerhet än idag och bli föremål för högre upplåningsränta. *Svenska Bankföreningen* och *Statens bostadskreditnämnd* har anfört att utlåning mot pant i bostadsrätt inte bör få ingå i säkerhetsmassan. Bostad-

skreditnämnden har tillagt att om pant i bostadsrätt skall få ingå så måste i vart fall frågan om kopplingen mellan bostadsrättsföreningens och bostadsrättsinnehavarens panter lösas.

Skälen för promemorians förslag

Lån mot säkerhet i fast egendom

Krediter mot säkerhet i fast egendom utgör en hörnpelare i övriga länders system med säkerställda obligationer och sådana lån bör givetvis få ingå i säkerhetsmassan i ett svenskt system. Det är emellertid eftersträvansvärt att de underliggande säkerheterna till krediterna är så homogena som möjligt. Härigenom blir det lättare att genomlysa säkerhetsmassan och bedöma dess kvalitet. En renodling av säkerhetsmassan har också, som nämnts i avsnitt 3.1, en positiv inverkan på ratingen. Lån mot säkerhet i fastighetstyper som är svåra att bedöma eller som är särskilt riskabla eller osäkra bör därför i möjligaste mån hållas utanför säkerhetsmassan. Utredaren har i linje med detta föreslagit att de underliggande säkerheterna skall indelas i bostadsfastigheter, jordbruksfastigheter och kommersiella fastigheter och att fastigheter som klassificeras på andra sätt inte bör kunna belånas inom ramen för systemet. Liknande synsätt präglar lagstiftningen utomlands. I exempelvis Tyskland får endast fastigheter som kan ge en säker avkastning ingå i säkerhetsmassan, varigenom bl.a. fast egendom som består av gruvor utesluts. Mot denna bakgrund bör de underliggande säkerheterna endast tillåtas bestå av fastighetstyper som är vanligt förekommande och för vilka det finns vedertagna och etablerade värderingsnormer. I nära anslutning till utredarens förslag föreslås här att endast fastigheter som är avsedda för bostads- jordbruks-, kontors- eller affärsändamål skall få utgöra säkerhet för krediter i säkerhetsmassan. Sådan avgränsning gäller för övrigt som huvudregel för de fastighetstyper som kan utgöra säkerhet för skuldförbindelser

som ingår i försäkringsföretagens skuldtäckning (se 10 och 11 §§ i Finansinspektionens föreskrifter, FFFS 1996:30, om register avseende de tillgångar som används för skuldtäckning i svenska försäkringsbolag). Finansinspektionen bör få meddela närmare föreskrifter om vad som skall anses utgöra de ifrågavarande fastighetstyperna.

Lån mot säkerhet i tomträtt eller bostadsrätt

Utredaren har inte behandlat frågan om även *krediter mot inteckning i tomträtt eller mot bostadsrättspant* skall få ingå i säkerhetsmassan. Här följer närmast en kort redogörelse för vissa i sammanhanget relevanta fakta om tomträtt och bostadsrätt.

Tomträtt är formellt en slags nyttjanderätt till fast egendom i allmän ägo, vanligen i tätorter. I samband med att tomträtt uppläts överläts egendom som hör till fastigheten, dvs. byggnader m.m. till tomträttsinnehavaren som alltså blir ägare till dessa. Tomträtt är begreppsmässigt att hänföra till lös egendom. Trots detta har tomträthen i flera avseenden drag som annars karaktäriserar äganderätt till fastighet och tomträttsinnehavaren intar i stort en fastighetsägares ställning. Tomträthen får sägas upp endast av fastighetsägaren. En uppsägning får dock ske först efter utgången av vissa tidsperioder. Om parterna inte överenskommit om längre perioder utgör den första perioden sextio år och varje följande period fyrtio år räknat från utgången av närmast föregående period. Om tomträthen upplätts för annat än bostadsändamål får överenskommelse träffas om kortare perioder, dock lägst tjugo år. Uppsägning får vidare endast ske om det är av vikt för ägaren att fastigheten används för bebyggelse av annan art eller på annat sätt än tidigare. Inskrivning av tomträttsupplåtelse är obligatorisk och detsamma gäller för inskrivning av tomträtts övergång till ny innehavare. Tomträtt får pantsättas och det får inte göras någon inskränkning i tomträttshavarens rätt att upplåta panträtt. Reglerna om upplåtelse av

panträtt i tomträtt motsvarar nästan helt vad som gäller pantsättning av fast egendom.

Som framgått har tomträtter en stabil och långvarig karaktär. De utgör därför ett säkert underlag för kreditgivning. Ett uttryck för detta är att krediter mot inteckning i panträtt får användas till skuldtäckning enligt reglerna om försäkringsföretags försäkringstekniska avsättningar. I kapitaltäcknings-sammanhang (se avsnitt 3.7) riskviktas också fordringar med säkerhet i tomträtt till bostadsfastighet på samma sätt som fordringar med säkerhet i fast egendom. Särskilt i de största städerna har tomträtt stor praktisk betydelse som creditsäkerhet. Det finns således inga bärande skäl mot att utesluta lån mot tomträtt från att ingå i säkerhetsmassan. Ett av argumenten för att införa lagstiftning om säkerställda obligationer är att detta i förlängningen sannolikt kan medföra lägre räntor för bolånekonsumenterna. Om tomträtt inte tilläts ingå i säkerhetsmassan kommer tomträttsinnehavare alltså inte få del av samma möjligheter till lägre boränta. Vidare finns viss risk att, vilket Villaägarnas riksförbund påpekat, pant i tomträtt betraktas som en sämre säkerhet än i dag.

Det finns i Sverige omkring 700 000 *bostadsrätter* och i dessa bor cirka en miljon människor. Bostadsrätter regleras i bostadsrättslagen (1991:614). En bostadsrättsförening är en ekonomisk förening vars ändamål är att i föreningens hus upplåta lägenheter med bostadsrätt. Bostadsrätt är den rätt i föreningen som en medlem har på grund av en sådan upplåtelse. En bostadsrättsinnehavares ställning påminner, i likhet med tomträttsinnehavares, om en ägares. En huvudprincip i lagstiftningen om bostadsrätter är att bostadsrättsinnehavaren skall ha rätt att förfoga över det förmögensvärde som bostadsrätten representerar. Bostadsrätter kan således överlätas och pantsättas. Systemet för överlåtelse och pantsättning av bostadsrättslägenheter anses emellertid ha vissa brister. Det saknas uttryckliga regler om hur sakrättsligt giltig överlåtelse och pantsättning åstadkoms. Enligt praxis gäller, i analogi med reglerna för enkla skuldebrev, att sådant skydd i båda fallen erhålls genom att en

underrättelse lämnas till bostadsrättsföreningen. Sedan föreningen fått underrättelse om pantsättning måste föreningen genast anteckna detta i föreningens lägenhetsförteckning. Tanken med detta är att en presumtiv köpare eller kreditgivare skall kunna få kännedom om ägar- och pantsättningsanteckningar genom utdrag ur lägenhetsförteckningen. Det inträffar dock att bostadsrättsföreningar förbiser att föra in uppgifter om panträttningar i lägenhetsförteckningen, varvid s.k. dolda panträtter uppstår. Pantsättningen åtnjuter då sakrättsligt skydd men är inte synlig för en ny kreditgivare. Det inträffar också att inaktuella noteringar om pantsättningar står kvar i lägenhetsförteckningarna. Ett annat bekymmer är att det är oklart i vilken utsträckning tilläggskrediter och omlagda krediter från en långivare som beviljat den ursprungliga krediten kräver en ny underrättelse till föreningen för att få sakrättsligt skydd.

De nämnda bristerna medför risker för rättsförluster för bl.a. kreditgivare. Bristerna kan även i någon mån antas medföra att bostadsrättens kreditvärde är lägre än vad det skulle varit med ett mer rättssäkert system. I syfte att komma till rätta med bl.a. dessa problem och med den övergripande målsättningen att förbättra bostadsrätterna som kreditobjekt har Bostadsrättsutredningen i ett delbetänkande (SOU 1998:80) föreslagit att det skall införas ett system enligt vilket pantsättningar av bostadsrätter skall registreras i ett offentligt bostadsrättsregister. Härvid skulle sakrättsligt skydd vid pantsättning uppkomma genom registrering i registret. Detta skulle innehålla uppgifter för identifiering av bostadsrättsföreningen och bostadsrätten, bostadsrättshavaren och dennes förvärv, bostadsinteckningar och inteckningshavare samt åtgärder vilka påverkar möjligheterna att förfoga över en bostadsrätt, t. ex. uppgifter om utmätning eller tvist pågår. Betänkandet har remissbehandlats och bereds för närvarande inom regeringskansliet. Det är oklart om bostadsrättsutredningens förslag om ett offentligt bostadsrättsregister kommer att genomföras.

När det gäller frågan om bostadsrätters säkerhet som kreditunderlag bör nämnas att ett stort antal bostadsrättsföreningar

gick i konkurs eller hade finansiella problem under 1990-talet, i synnerhet under fastighetskrisen i decenniets först hälft. Något liknande hade inte inträffat tidigare. Mot den bakgrunden har Bostadsrättsutredningen sett över det regelverk i bostadsrättslagen med ekonomiska planer m.m. som syftar till att förhindra ekonomiskt ohållbara bostadsprojekt. Utredningen undersökte orsakerna till konkurserna och konstaterade i sitt slutbetänkande (SOU 2000:2) att bilden var rätt enhetlig. Det var fråga om föreningar som hade bildats under åren 1986–1991. En klar majoritet av dessa var inte den för bostadsrättsföreningar kanske mer traditionella typen med flerbostadshus. Byggnadsbeståndet utgjordes i stället av småhus, parhus eller radhus. Föreningarna var dessutom relativt små. När det gäller orsakerna till konkurserna fann utredningen att den ökade avtrappningen av räntebidrag var en väsentlig faktor. Härtill kom att inflationen under denna period inte längre var så hög som den tidigare varit. Detta gjorde att höga produktionskostnader blev ett större problem än det varit tidigare. Dessutom byggde bidragssystemet på att inflationen skulle vara lika hög som tidigare. Ytterligare en delorsak var att anskaffningskostnaderna blev för höga. Enligt uppgifter som utredningen inhämtat från olika kreditgivare och branschförbund berodde detta på att det bidragssystem som gällde fram till år 1993 medförde att en seriös kreditgivning från kreditgivarnas sida inte var nödvändig; kreditgivarna bidrog nämligen med bottenlån medan staten stod för lån med sämre förmånsläge. Utredningens slutsats var att svagheter i regelverket inte varit en avgörande faktor för det stora antalet konkurser under denna period. Det fanns därför inte skäl att välja ett annat skyddssystem än det befintliga. Utredningen fann dock att vissa svagheter fanns i systemet, t. ex. beträffande innehållet i den ekonomiska planen, och föreslog därför att skärpa regelverket i vissa avseenden. Förslaget kommer enligt planerna att leda till lagstiftning under år 2002.

Bostadsrätter används i dag i stor utsträckning som säkerhet för krediter och systemet för värdering av bostadsrätter är väl inarbetat. Även bostadsrätter utgör därför generellt sett tillför-

litliga säkerheter för krediter. Vad som beträffande tomträtt anförts om vikten av att även tomträtthavare skall få ta del av eventuella lägre boräntor gäller även ifråga om bostadsrätt. De nämnda bristerna i systemet för pantsättning och de konkurser som drabbade bostadsrättsföreningar under 1990-talet kan synas tala för att kreditgivning mot bostadsrättspant inte är tillräckligt säker för att ingå i säkerhetsmassan. Vad gäller pantsättnings-systemet finns det naturligtvis mindre anledning att undanta dessa krediter om bostadsrättsregister införs. Även utan ett sådant system torde dock bristerna inte vara så stora att krediterna inte skall få utgöra underliggande säkerheter i säkerhetsmassan. När det gäller konkursrisken torde situationen under 1990-talet ha varit mycket ovanlig, med en rad samverkande negativa faktorer. Den överhettade fastighetsmarknaden berodde till stor del på alltför frikostig kreditgivning från banker och andra kreditgivare. Överlag torde kreditgivningen nu ha stramats åt. Det nuvarande statliga subventionssystemet inom bostadssektorn är också utformat på ett annat sätt och det torde inte i samma utsträckning avhålla kreditgivare från en ordentlig kreditprövning.

Sammanfattningsvis bör krediter mot säkerhet i tomträtt och bostadsrätt kunna ingå i säkerhetsmassan. Ifråga om tomträtt bör det, på motsvarande sätt som föreslås gälla i fråga om krediter mot säkerheter i fast egendom, krävas att tomträtterna avser bostads-, jordbruks-, affärs- eller kontorsändamål.

Statens bostadskreditnämnd har ansett bostadsrättspant endast bör få ingå i säkerhetsmassan om kopplingen mellan bostadsrättsföreningens panter och bostadsrättsinnehavarens panter är löst. Liknande invändning skulle kunna göra ifråga om in-teckning i fast egendom och tomträtt, eftersom en in-teckningshavares säkerhet i fast egendom respektive tomträtt har sämre förmånsrätt än vissa andra borgenärer. Frågan om eventuella konflikter i förmånsrättshänseende behandlas i avsnitt 5.5.

Hypotekskrediter med utländsk anknytning

I sammanhanget aktualiseras frågan om även *krediter till utländska låntagare eller krediter som säkerställs med säkerhet utomlands* bör få ingå i säkerhetsmassan. Generellt sett torde det vara svårare att bedöma vilken kreditvärdighet en utländsk låntagare har och vilket belåningsvärde en säkerhet i utlandet kan ha. Om säkerhetsmassan består av lån till utländska kredittagare eller av lån säkerställda med utländska tillgångar kan detta därför öka riskerna i säkerhetsmassan. I synnerhet om utländska säkerheter förekommer torde det också bli svårare för instituten att följa upp att matchning föreligger och att de underliggande säkerheterna har ett godtagbart värde samt för Finansinspektionen att utöva tillsyn. Med utländska säkerheter uppstår vidare frågan om i vad mån emittentinstituten och ytterst, vid konkurs hos både emittenten och låntagarna, obligationsinnehavarna kan hävda förmånsrätt till säkerheterna i det aktuella landet. En stor andel lån till utländska låntagare eller mot utländska säkerheter kan vidare göra att säkerhetsmassan blir heterogen, vilket kan vara negativt från ratingsynpunkt. Å andra sidan kan ett inkluderande av utländska låntagare och säkerheter ge emittentinstituten möjlighet att hålla större kreditstockar och att öka riskspridningen i dessa.

När det gäller frågan om *vilka låntagare som bör godtas* kan erinras om de allmänna föreskrifterna om kreditgivning i bankrörelselagen (1987:617) och lagen (1992:1610) om finansieringsverksamhet, enligt vilka låntagarna på goda grunder skall kunna fullgöra låneförbindelsen. Dessa regler, som givetvis även gäller utländska låntagare, innebär bl. a. att kredit inte skall lämnas om det redan från början framstår som sannolikt att en ställd säkerhet måste realiseras för att krediten skall kunna återbetalas (prop. 1986/87:23, band 1, s. 240). Det ter sig vanskligt att inom ramen för ett system med säkerställda obligationer ställa upp något ytterligare kriterium för godtagbara låntagare. En avgränsning utifrån exempelvis nationella kriterier skulle bli alltför trubbig; det finns givetvis godtagbara låntagare i relativt "osäkra" stater och vice versa. Inget av de EU-länder som infört system

med säkerställda obligationer har heller infört begränsningar ifråga om låntagarna. Mot denna bakgrund saknas skäl att införa sådana regler.

Samtliga EU-länder med regelverk för säkerställda obligationer, utom Danmark, har infört begränsningar i fråga om *utländska säkerheter*. Tyska institut får bevilja lån mot säkerheter i EES-länder och Schweiz. Andelen krediter med säkerheter i länder som inte garanterar obligationsinnehavarna förmånsrätt vid emittentens konkurs får inte överstiga 10 procent av krediterna. I Finland, Frankrike och Luxemburg får krediter endast beviljas mot säkerheter i EES-länder.

Flertalet av övriga EES-länder har infört system med säkerställda obligationer. Det kan därför förutsättas att dessa länder har system för pantsättning av fast egendom som är väl fungerande och som ger erforderlig förmånsrätt för emittenterna och obligationsinnehavarna. Mot denna bakgrund anser vi att de svenska instituten bör få lämna lån mot säkerhet i EES-länder. Med hänsyn till de risker som redogjorts för bör instituten däremot inte utan Finansinspektionens godkännande få bevilja lån mot säkerheter som är belägna utanför EES. De tillåtna utländska säkerheterna skall vara av samma slag som motsvarande svenska säkerheter. Vad gäller krediter mot säkerhet i tomträtt och bostadsrätt kan sannolikt fråga uppkomma om utländska egenskapskategorier motsvarar de svenska. Det kan här givetvis inte krävas att någon fullständig överensstämmelse finns.

Med hänsyn till främst de risker som är förenade med säkerheter utomlands och till den fördel det innebär från ratingsynpunkt att ha homogen säkerhetsmassa bör vidare andelen säkerheter från EES inte överstiga 25 procent av den totala säkerhetsmassan för hypotekskrediter. Kreditgivning till fastighetsändamål har av tradition varit och är alltjämt tämligen strängt nationellt anknuten. Det är därför inte sannolikt att emittentinstituten har intresse av att i någon hög grad låta säkerhetsmassan utgöras av lån som säkerställs med utländska säkerheter. En begränsning i detta avseende skulle knappast innebära någon

hämsko för instituten. I vissa fall kan det tänkas att ett institut har behov att låta andelen överstiga 25 procent. Om särskilda skäl föreligger bör Finansinspektionen därför för viss tid få medge större exponering än 25 procent. Särskilda skäl kan finnas exempelvis om ett institut inleder sin verksamhet eller om någon av de nordiska finanskoncernerna visar goda skäl för att bedriva mer omfattande utlåning i ett annat land än det kreditgivande institutets hemland.

5.3.1 Krediter utan säkerhet till vissa särskilt säkra låntagare (offentliga krediter)

Promemorians förslag: Krediter utan säkerheter, blanco-krediter, får lämnas till sådana låntagare som omfattas av gruppen i 3 kap. 1 § första stycket A lagen (1994:2004) om kapitaltäckning och stora exponeringar för kreditinstitut och värdepappersbolag.

Utredningens förslag: I betänkandet har beträffande blanco-krediter föreslagits att krediter till staten eller krediter för vilka det ställts statlig garanti skall få ingå i säkerhetsmassan. Vad gäller utlåning till kommuner har utredaren, som uttryckligen valt att inte ta ställning till hur säker sådan utlåning skall anses vara, anfört att denna skiljer sig markant från utlåning mot säkerhet i fast egendom och att kommunlån därför inte bör få ingå i tillgångsmassan.

Remissinstanserna: Några instanser har diskuterat huruvida krediter till kommuner skall få ingå i säkerhetsmassan. *Finansinspektionen* och *Sveriges Bostadsrättsföreningars Centralorganisation (SBC)* har anslutit sig till utredningens uppfattning att lån direkt till kommuner inte skall ingå i tillgångsmassan. Motsatt uppfattning har framförts av *Svenska Kommunförbundet* och *Svenska Bankföreningen*. Bankföreningen har här bl.a. anfört att ett uteslutande av kommunlånen skulle öka upplåningskostnaderna för dessa och därmed innebära högre utlåningsräntor till kommunerna. När det gäller lån till kommunala

företag mot kommunal borgen har *Svenska Kommunförbundet*, *Sveriges Försäkringsförbund*, *Svenska Bankföreningen* och *SBAB* ansett att dessa lån inte skall undantas från tillgångsmassan. Kommunförbundet har anfört att kommunala bolag annars måste ta ut pantbrev till en kostnad av miljardbelopp för att åtnjuta finansiering genom säkerställda obligationer. *Sveriges Allmännyttiga Bostadsföretag (SABO)* har anfört att kommunal borgen bör accepteras för redan befintliga lån eftersom detta skulle underlätta en övergång till finansiering genom säkerställda obligationer.

Skälen för promemorians förslag: Övriga länder som har system med säkerställda obligationer tillåter i allmänhet lån utan säkerhet dels till den egna staten och inhemska kommuner, dels till stater, kommuner och centralbanker i vissa stater (företrädesvis medlemsländer i EES), dels till vissa andra statliga eller överstatliga institutioner. De tillåtna låntagarna är i hög grad sådana som omfattas av noll procents riskviktnings i EG:s s.k. solvensdirektiv (se avsnitt 3.4). Exempelvis kan nämnas att i Tyskland får lån utan säkerhet beviljas till de europeiska gemenskaperna, Europeiska investeringsbanken samt till medlemsländer i EES samt deras delstatsregeringar och lokala myndigheter som i enlighet med EG:s solvensdirektiv getts en riskvikt upp till maximalt 20 procent. Lån får vidare ges till andra låntagare om de nämnda låntagarna ställt säkerhet för lånen. Om investerarnas förmånsrätt inte är garanterad får lån till det landet dock max uppgå till 10 procent av de offentliga krediterna. I Finland får lån ges till finska staten och stater som ifråga om kreditrisk kan jämföras med den, europeiska gemenskaperna, Finlands Bank och banker som kan jämföras med den samt vissa finländska kommuner och offentliga institutioner. Frankrike tillåter krediter till stater, delstatsregeringar, myndigheter och offentliga organ inom EES, och lån till andra låntagare för vilka stater eller delstatsregeringar ställt säkerhet. I Luxemburg kan lån lämnas till stater inom EES och OECD samt deras myndigheter och institutioner.

Denna bild av tillättna låntagare utomlands ger stöd för att svenska emittenter borde få inkludera lån till såväl svenska kommuner som vissa utländska aktörer i säkerhetsmassan.

När det gäller kommunlånen saknas det skäl att inte inräkna dessa i tillgångsmassan. Det ter sig obefogat att utestänga kommunerna från möjligheten att åtnjuta lägsta möjliga räntekostnader. Dessa lån utgör en ganska ansevärd andel av bolåneinstitutens kreditstock (se avsnitt 3.3). Om dessa lån får inräknas ökas omfattningen av de lånestockar som ligger till grund för emissionen av obligationerna. Detta kan gynna de svenska institutens konkurrenskraft och kan sannolikt även verka för lägre finansieringskostnader för emittenterna och därmed lägre boräntor (se avsnitt 4). Om även lån till vissa utländska aktörer kan utgöra säkerhet finns möjlighet till än större volymer med de positiva effekter detta kan ge.

Om särskilt säkra utländska låntagare accepteras skulle systemet i högre grad stå i överensstämmelse med EG:s regler om kreditinstitut och värdepappersföretags kapitaltäckning och enhandsengagemang, vilka har genomförts i svensk rätt. Enligt dessa regler skall nämligen fordringar mot vissa låntagare anses helt riskfria, vilket bl. a. innebär att instituten får placera obegränsade andelar av sina tillgångar i sådana fordringar. Mot denna bakgrund finns det anledning att föreslå att instituten skall få bevilja krediter utan säkerhet till sådana låntagare som omfattas av noll procents riskviktning enligt reglerna i 3 kap. 1 § första stycket A lagen (1994:2004) om kapitaltäckning och stora exponeringar för kreditinstitut och värdepappersbolag. Detta innebär bl. a. att krediter kan lämnas till svenska staten och svenska kommuner, de europeiska gemenskaperna, stater och centralbanker inom EU och OECD samt sådana utländska kommuner inom EES som har beskattningsrätt och som åsatts noll procents riskviktning av tillsynsmyndigheten i det landet. Vidare kan lån beviljas till andra borgenärer, om fordringar mot någon av ovan nämnda låntagare står som säkerhet för lånet.

Svenska kommuner har traditionellt i inte ringa omfattning ställt borgen för kommunala företags upplåning. På så vis har

företagen undvikit kostnader för att ta ut pantbrev. Borgensättagandena har dock skett i strid mot 8 kap. 13 § kommunallagen (1991:900) enligt vilken kommuner inte får upplåta panträtt i sin egendom till säkerhet för en fordran. Svenska Kommunförbundet har ansett att lån till kommunala företag mot kommunal borgen inte skall undantas från tillgångsmassan, eftersom förslaget skulle innebära att kommunala bolag skulle behöva ta ut pantbrev till en kostnad av miljardbelopp. Sveriges Bostadsrättsföreningars Centralorganisation har däremot hävdad att lån med kommunal borgen inte bör få ingå i säkerhetsmassan och anfört att det är en öppen fråga i vilken utsträckning staten kommer att träda in med ekonomiskt stöd till ekonomiskt utsatta kommuner. Det är dock uppenbart att redan förbudet mot pantsättsättning förhindrar att säkerhetsmassan består av lån mot kommunal borgen. Sådana lån bör emellertid övergångsvis tillåtas ingå i säkerhetsmassan under lånens ordinarie löptider (se avsnitt 5.2.5). För klarhets skull bör nämnas att utlåning till kommunala företag (utan borgen från kommunen) givetvis får medräknas i säkerhetsmassan, förutsatt att lånen säkerställts med tillättna säkerheter.

5.3.2 Fyllnadssäkerheter

Promemorians förslag: Förutom de säkerheter som anges i avsnitten 5.2.2 och 5.2.3 får instituten även tillåta vissa andra tillgångar, s.k. fyllnadssäkerheter, att ingå i säkerhetsmassan. Fyllnadssäkerheter får bestå av sådana tillgångar som är föremål för den mest gynnsamma riskviktningen från kapitaltäckningssynpunkt, dvs. de som skall riskviktas till noll procent enligt 3 kap. 1 § första stycket lagen A (1994:2004) om kapitaltäckning och stora exponeringar för kreditinstitut och värdepappersbolag.

Andelen fyllnadssäkerheter i säkerhetsmassan får uppgå till högst 20 procent. Om särskilda skäl föreligger får andelen dock, efter medgivande av Finansinspektionen, under en begränsad tid uppgå till 30 procent.

Utredningens förslag: Utredningen har föreslagit att de avskilda tillgångarna huvudsakligen skall vara säkerställda med pant i fast egendom. Utredningen har således indirekt berört frågan om fyllnadssäkerheter men inte lämnat något konkret förslag.

Remissinstanserna har inte berört frågan om fyllnadssäkerheter.

Skälen för promemorians förslag: Som nämnts bygger systemet med säkerställda obligationer på matchningsprincipen, dvs. att obligationsinnehavarnas fordringar skall värdemässigt motsvaras av de krediter som ingår i säkerhetsmassan. Ett problem vid genomförandet av matchningen är att löptiderna för obligationer i allmänhet är betydligt kortare än löptiderna för krediterna i säkerhetsmassan. Endast i undantagsfall torde obligationerna ha samma löptid som de krediter instituten beviljar. Emission och inlösen av obligationerna infaller därför inte vid samma tidpunkt som beviljande och återbetalning av krediter. Det är därför i praktiken svårt att i varje situation uppnå en värdemässig balans mellan obligationerna och krediterna. Balansen rubbas vidare om institutens låntagare återbetalar krediterna i förtid eller om institutet har lånat upp medel men inte hunnit bevilja krediter som skall motsvara upplåningen.

De länder som lagstiftat om säkerställda obligationer har valt något olika metoder för att lösa detta problem med s.k. mismatching. I Tyskland ställs krav på att obligationer inte får emitteras om löptiden påtagligt överstiger den tid som är nödvändig med hänsyn till löptiderna på institutets krediter. Vidare krävs att en viss del av obligationerna börjar återbetalas senast efter det att en tredjedel av obligationernas löptid gått till ända. I den danska lagstiftningen ingick tidigare en strikt jämviktsprincip enligt vilken den årliga skillnaden mellan de betalningar som gjordes till placerarna och de betalningar som kom in från kredittagarna inte fick överstiga en procent av bankens egna tillgångar. Detta formella lagkrav har nyligen upphävts. I stället får den danska tillsynsmyndigheten bestämma bl.a. hur stor skillnaden får vara mellan obligationernas och bolånens återbetalningstider samt

hur stor den ränterisk som uppkommer till följd av olika återbetalningstider får vara. Tillsynsmyndigheten har bestämt att ränterisken inte får överstiga en procent av det egna kapitalet, varför någon förändring i praktiken inte skett hittills.

Ett annat sätt att lösa problemet är att tillåta andra tillgångar i säkerhetsmassan än de som normalt får ingå, s.k. fyllnadssäkerheter. Tyskland tillåter att upp till 10 procent av tillgångsmassan består av sådana säkerheter. I Finland, Frankrike och Luxemburg får fyllnadssäkerheter utgöra 20 procent av tillgångsmassan. I Finland anges också under vilka förhållanden fyllnadssäkerheter får användas, nämligen tillfälligt när krediter inte hunnit beviljas eller registreras som säkerhet eller när värdet av säkerhetsmassan blivit för lågt på grund av återbetalning av krediter. I Finland och Frankrike (maximalt 30%) kan instituten efter tillstånd från tillsynsmyndigheten tillfälligt få ha större andelar fyllnadssäkerheter.

De olika länderna har vidare något olika regler om vilka tillgångar som får användas som fyllnadssäkerheter. Det rör sig dock om tillgångar som anses ha en låg risk och god likviditet. Tillgångarna ingår i regel bland de tillgångar som äsatts noll procents riskvikt i EG:s solvensdirektiv (se avsnitt 3.4). Exempel på sådana tillgångar är fordringar mot den egna staten och dess kommuner, mot andra stater och centralbanker inom OECD och mot de europeiska gemenskaperna.

I betänkandet har övervägts om det är lämpligt att i lagstiftningen ställa krav på matchning av räntebindningstider. En sådan regel skulle som framgått minska problemen med mismatching. Utredaren valde att inte föreslå några sådana regler eftersom han ansåg att dessa frågor ingår bland de hänsyn som ledningen för ett finansiellt företag bör ta och som Finansinspektionen bör bevaka. Det finns anledning att instämma i detta. Tilläggas kan att sådana regler skulle kunna komma att utgöra ett onödigt praktiskt hinder för instituten. Denna bild förstärks av att korta bindningstider och ränterörliga kontrakt blir allt vanligare på bolänemarknaden.

När det gäller fyllnadssäkerheter föreslås i betänkandet att de avskilda tillgångarna huvudsakligen skall vara säkerställda med pant i fast egendom. Det bör vara möjligt, ansåg utredaren, för instituten att hålla tillgångar av utpräglat likvid och säker karaktär, t. ex. statspapper och bankdispositioner, som säkerhetsmassa i en sådan omfattning som möjliggör en effektiv samordning vid låneomsättning eller överlåtelse. Det måste dock anses finnas goda skäl för att införa konkreta regler om såväl i vilken omfattning fyllnadssäkerheter får användas som vilka tillgångar som får användas till detta. Ett införande av sådana regler minskar risken för att obligationsinnehavarnas position urholkas.

Fyllnadssäkerheterna bör lämpligen kunna bestå av sådana tillgångar som är föremål för den mest gynnsamma riskviktningen från kapitaltäckningssynpunkt, dvs. de som skall riskviktas till noll procent enligt 3 kap. 1 § första stycket A lagen (1994:2004) om kapitaltäckning och stora exponeringar för kreditinstitut och värdepappersbolag. Bland dessa tillgångar ingår bl.a. likvida medel och, som nämnts, skuldförbindelser för vilka svenska staten, en svensk kommun eller vissa utländska stater och centralbanker svarar.

Det är viktigt att fyllnadssäkerheter inte används mer än nödvändigt. Fyllnadssäkerheter bör i princip nyttjas endast om institutet inte hunnit bevilja eller registrera sådana krediter som får användas som säkerhetsmassa eller om beloppet av de krediter som står som säkerhet för skuldförbindelserna inte – till följd av förtida återbetalning av krediter – täcker skuldförbindelsernas belopp. Med hänsyn till att behov av fyllnadssäkerheter uppkommer redan till följd av att obligationerna och institutens krediter har olika löptider är det dock mindre lämpligt att, såsom gjorts i Finland, införa konkreta regler om i vilka fall fyllnadssäkerheter får användas. Risken finns att sådana regler i allt för hög grad minskar institutens flexibilitet. Användandet av fyllnadssäkerheter bör i stället begränsas genom regler som anger hur stor andel fyllnadssäkerheter får utgöra av säkerhetsmassan. Andelen bör lämpligen bestämmas till 20 procent. Med hänsyn

till de tillfälliga problem som kan uppstå bör dock, om särskilda skäl föreligger, andelen fyllnadssäkerheter efter tillstånd av Finansinspektionen under en sådan begränsad tid som motiveras av de särskilda skälen få uppgå till 30 procent. Särskilda skäl kan föreligga t. ex. i samband med att ett institut inleder sin verksamhet.

5.3.3 Tidigare utgivna obligationer och lämnade krediter

Promemorians förslag: De krediter som institutet beviljat innan detta fått tillstånd att ge ut säkerställda obligationer får omfattas av de nya reglerna om Finansinspektionen lämnar tillstånd till det. En förutsättning för detta är att institutens låntagare har fullgjort sina åtaganden enligt låneavtalen. För lån mot säkerhet i fast egendom, bostadsrätt eller tomträtt som beviljats innan institutet fått tillstånd skall dessutom nya värderingar av säkerheterna ske innan tillstånd söks, om det finns anledning att anta att marknadsvärdet på de underliggande säkerheterna har avsevärt försämrats.

Kredit som beviljats innan de nya reglerna trätt i kraft och som säkerställts med kommunal borgen får ingå i säkerhetsmassan under hela krediternas ordinarie löptid.

Utredningens förslag: Utredaren har föreslagit att tidigare lämnade krediter och utgivna obligationer skall få omfattas av systemet och att de tidigare gjorda värderingarna av säkerheterna i princip skall godtas men att nya värderingar skall ske om vid låneomsättning låntagaren inte fullgjort sina åtaganden enligt kontraktet. När det gäller krediter som säkerställts med kommunal borgen har utredaren anfört att sådana lån bör kunna ingå i säkerhetsmassan under en övergångsperiod men att de efter nybelåning eller låneomsättning skall säkerställas på vanligt sätt.

Remissinstanserna: *Riksgäldskontoret*, som avstyrkt förslaget i dess helhet, har uttryckt tvekan till att Finansinspektionen skall godta tidigare värderingar av underliggande säkerheter vid omsättning av tidigare lämnade lån. *Uppsala universitet* har här

ställt sig frågande till om Finansinspektionens bedömning är en tillräcklig garanti för institutens tidigare borgenärer.

Skälen för promemorians förslag: Vid införandet av regler om säkerställda obligationer inställer sig den viktiga frågan hur utestående stock av obligationer skall behandlas. Antingen kan man låta bestämmelserna få retroaktiv verkan eller också väljer man att endast låta obligationsutgivning som sker efter det att institutet beviljats tillstånd omfattas av systemet. Det sistnämnda alternativet medför att det kan ta relativt lång tid innan systemet omfattar merparten av fastighetsfinansieringen i landet. Detta beror inte minst på att de befintliga obligationerna ofta är förenade med s.k. negativa klausuler, vilka innebär att institutet förbundit sig att inte ställa säkerhet för något annat lån utan att först se till att det befintliga lånet säkerställs på samma villkor. Om de utestående obligationerna inte får omfattas av det nya systemet skulle några säkerställda obligationer därför i princip inte kunna emitteras förrän de tidigare obligationernas löptid gått ut eller innehavarna av dessa på annat sätt lösts ut. Det skulle då dröja innan systemet får någon nämnvärd genomslagskraft. Risk finns då också att volymen av obligationer kommer att bli för liten för att de nya reglerna inom överskådlig tid skall kunna ha återverkan på upplåningsvillkoren. Å andra sidan riskerar ett system med retroaktiv verkan att försämra vissa tidigare borgenärens ställning. Detta problem kan dock lösas genom att instituten, för att få tillstånd att emittera säkerställda obligationer, måste ha redovisat att inte någon borgenärs ställning kommer att försämrats (se avsnitt 5.7).

Reglerna om säkerställda obligationer medför inte någon förändring av de bakomliggande säkerheterna – beståndet av fastigheter, bostadsrätter och tomträtter. Med hänsyn till detta och till vad som sagts ovan är det rimligt att utestående obligationsstock så långt det är möjligt skall få omfattas av de nya reglerna, dvs. i den utsträckning godtagbar säkerhetsmassa i motsvarande mån antecknats i institutets register. Säkerhetsmassan kan på vanligt sätt bestå av de föreslagna hypotekskrediterna och offentliga krediterna.

Det är av avgörande vikt att säkerheterna, dvs. institutets krediter, verkligen motsvarar de värden de har åsatts. Vid retroaktiv verkan är det därför givetvis viktigt att förutsättningarna för kreditgivningen – dvs. att låntagaren har förmåga att återbetala krediten och, när det gäller hypotekskrediterna, att säkerhetens värde är betryggande – alltså kan anses uppfyllda. Om låntagaren inte på ett riktigt sätt har fullgjort sina åtaganden enligt låneavtalet bör krediten inte få användas som säkerhet för säkerställda obligationer. Om en tidigare lämnad kredit har en belåningsgrad om t. ex. 70 procent men marknadsvärdet av den säkerhet som ligger till grund för krediten har sjunkit utgör krediten, om man utgår från principerna i det nya systemet, inte en tillräcklig säkerhet för obligationerna.

En icke obetydlig mängd av de tidigare utförda värderingarna torde vara tämligen missvisande. Om varje belåningsobjekt som skall ingå i säkerhetsmassan skulle behöva värderas på nytt skulle dock betydande kostnader uppstå. Utredaren har anfört att de tidigare värderingarna i princip kan godtas men att ny värdering bör ske vid nybelåning, om behov finns. Principen att den underliggande säkerheten skall ha ett godtagbart värde är emellertid så elementär att den bör framgå av lag. Här bör lämpligen föreskrivas att nya värderingar av säkerheterna skall ske om det vid ansökningstillfället finns anledning att anta att marknadsvärdet på de underliggande säkerheterna har avsevärt förändrats.

Som framgått ovan bör redan kommunernas pantsättningsförbud innebära hinder mot att krediter som säkerställts med kommunal borgen kan ingå i säkerhetsmassan. Utredaren har ansett att utestående sådana lån bör kunna ingå i säkerhetsmassan under en övergångsperiod, eftersom detta inte medför någon påvisbar säkerhetsförlust men däremot medför att systemet kan komma igång under så smidiga former som möjligt. Vid nybelåning eller låneomsättning skall sådan utlåning dock enligt betänkandet säkerställas med pant i fast egendom.

De aktuella lånen torde i och för sig kunna betraktas som lika säkra som lån direkt till kommunen. Det förhållande att de beviljats i strid mot reglerna i kommunallagen gör inte att lånen

civilrättsligt sett är ogiltiga. De bör därför få inräknas i säkerhetsmassan. När betänkandet överlämnades, i september 1997, var en inte obetydlig del av institutens utlåning inriktad på denna typ av lån. Under de senaste åren har dock lån mot kommunal borgen i princip inte beviljats utan de kommunala bolagen har i stället ställt pantsäkerheter för sina krediter. De lån som funnits utestående har dessutom följt den gängse trenden mot kortare löptider. Till följd av detta utgör dessa lån i dag en betydligt mindre andel av länestocken än vad som var fallet vid utredarens ställningstagande. Inte minst mot denna bakgrund saknas det behov av att bestämma en särskild övergångstid för lånen. Ett sådant system skulle dessutom medföra kostnader för såväl instituten som Finansinspektionen. Lånen bör därför kunna inräknas i säkerhetsmassan under hela lånens ordinarie löptid.

5.3.4 Varje obligation säkerställs med antingen hypotekskrediter eller offentliga krediter

Promemorians förslag: Varje obligation får endast säkerställas med antingen krediter mot säkerhet i fast egendom, tomträtt eller bostadsrätt, dvs. hypotekskrediter, eller blankokrediter till sådana särskilt säkra låntagare som systemet godtar, dvs. offentliga krediter. Vid emission av en obligation skall emittentinstitutet ange om hypotekskrediter eller offentliga krediter skall utgöra säkerhetsmassa för obligationen.

Varken **utredningen** eller **remissinstanserna** har berört denna fråga.

Skälen för promemorians förslag: Som framgått ovan kommer ett emittentinstitut kunna använda ganska olika typer av krediter som säkerhetsmassa. Det kan hävdas att om krediter av samtliga dessa slag skulle ingå i en och samma säkerhetsmassa skulle den eftersträvade homogeniteten riskera att gå förlorad, vilket skulle kunna leda till försämrade genomlysning och rating. I syfte att renodla säkerhetsmassan bör utgångspunkten därför

vara att varje emitterad obligation motsvaras av så få kategorier krediter som möjligt. Det kan här tyckas naturligt att dela upp säkerhetsmassan i fyra kategorier som består av de kredittyper som tilläts i systemet, dvs. dels krediter som lämnats utan säkerhet till särskilt säkra låntagare, dels krediter som lämnats mot säkerhet i antingen fast egendom, tomträtt eller bostadsrätt. Krediterna mot säkerhet i tomträtt och bostadsrätt utgör dock endast en mindre andel av institutens utlåning. De skulle knappast, även om de bildade en gemensam säkerhetsmassa, nå upp till så stora volymer som krävs för en effektiv upplåning. Tomträtt- och bostadsrättskrediterna bör därför få ingå i samma säkerhetsmassa som krediterna mot in-teckning i fast egendom. Det är således lämpligt att varje obligation endast får säkerställas med antingen krediter mot säkerhet i fast egendom, tomträtt eller bostadsrätt, dvs. hypotekskrediter, eller blancokrediter till sådana särskilt säkra låntagare som systemet godtar, dvs. offentliga krediter. Uppdelningen skall i praktiken ske genom att säkerhetsmassan och de härtill knutna obligationerna redovisas i separata register (se avsnitt 5.6). Vid emission av en obligation bör emittentinstitutet för tydlighetens skull ange vilken av de två kategorierna krediter som skall utgöra säkerhetsmassa för obligationerna. Så länge rägängen mellan hypotekskrediter och offentliga krediter upprätthålls hindrar givetvis inget instituten att dela upp säkerhetsmassan i smalare kategorier.

Tilläggas kan att det i vissa andra länder, exempelvis Tyskland och Finland, används olika beteckningar på obligationer som säkerställs med krediter mot säkerhet i fast egendom respektive med krediter som lämnats utan säkerhet till särskilt säkra låntagare. Det har här övervägts om olika termer bör användas även i Sverige men tillräckliga skäl för detta har inte ansetts finnas.

5.4 Belåningsgrader och värderingsregler för hypotekskrediterna

Promemorians förslag: Vissa högsta belåningsgrader skall gälla för de krediter som lämnas mot säkerhet i fast egendom, tomträtt och bostadsrätt och som skall ingå i säkerhetsmassan. För fast egendom som utgör bostadsfastighet, för tomträtt som upplåtits för bostadsändamål samt för bostadsrätter skall den högsta belåningsgraden vara 70 procent av marknadsvärdet. Beträffande fast egendom som utgörs av jordbruks-, affärs-, och kontorsfastigheter samt för tomträtt som upplåtits för sådana ändamål skall det högsta belåningsvärdet vara 60 procent av marknadsvärdet.

Den grundläggande principen för värdering av fast egendom, tomträtt och bostadsrätt skall fastslås i lag. Finansinspektionen får meddela närmare föreskrifter om hur värderingen skall utföras.

Utredningens förslag: Utredningen har föreslagit att högsta belåningsgrad skall vara 75 procent av marknadsvärdet för krediter mot säkerhet i fast egendom. Enligt utredningens förslag får krediter mot säkerhet i bostadsrätt, tomträtt och krediter till kommuner inte ingå i säkerhetsmassan. Något förslag om belåningsgrader för dessa krediter finns följaktligen inte i betänkandet. Utredningen har föreslagit att Finansinspektionen skall utfärda närmare föreskrifter om hur värderingen av belånade fastigheter skall verkställas men inte att värderingsprincipen skall framgå i lag.

Remissinstanserna: *Finansinspektionen* har ansett att belåningsgraderna för fastigheter bör bestämmas till 2/3 av marknadsvärdet för bostadsfastigheter och till 50 procent för jordbruksfastigheter och kommersiella fastigheter. Inspektionen har anfört det bör finnas en rejäl marginal för prisfluktuationer för att obligationerna skall uppfattas som säkra samt att även risker förknippade med geografisk begränsad fastighetsbelåning talar

för lägre belåningsgränser. *Statens Bostadskreditnämnd* har anfört att en högsta belåningsgräns om 70 procent för bostadsfastigheter är bättre avvägd, med hänsyn till att utredningen inte har beaktat de omfattande belopp som kan uppstå till följd av jordabalkens regler om tillägg och utmätningsränta. *Konkurrensverket* har förordat 60 procents belåningsgrad. *Sveriges Allmänna Hypoteksbank* har anfört att det saknas skäl att sätta belåningsgraden lägre för jordbruksfastigheter än för bostadsfastigheter samt hänvisat till att Landshypotek sedan en mycket lång tid tillämpat belåningsgränsen 75 procent och att kreditförlusterna varit försumbara, även under fastighetskrisen i början på 90-talet.

Finansinspektionen har vidare, i likhet med *Svenska Bankföreningen*, ansett de principer som skall ligga till grund för värderingen av de underliggande säkerheterna bör anges i lag, eftersom dessa är av grundläggande betydelse i ett system av detta slag. Detaljföreskrifter om hur värderingen av de belånade fastigheterna skall ske bör utföras av inspektionen. *Bankföreningen* har dessutom ansett att lagen bör innehålla en definition av begreppet marknadsvärde.

Skälen för promemorians förslag: Genom att i lag ange en högsta belåningsgrad för de fastigheter, tomträtter och bostadsrätter som ställs som säkerhet för bolånen markeras vikten av att obligationsinnehavarnas förmånsrätt inte urholkas av en alltför riskfylld kreditgivning. Belåningsgrader ger extra stadga åt obligationsinnehavarens ställning vid konkurs hos emittenten. Om både emittenten och bolånekonsumenten går i konkurs måste obligationsinnehavaren i slutänden tillgodogöra sig den underliggande säkerheten, dvs. konsumentens fastighet etc. Det är i det läget givetvis väsentligt att den underliggande säkerheten motsvarar lånets värde. För det fall endast emittenten går i konkurs kan kreditstocken komma att säljas vidare. Kreditstocken blir då lättare att sälja och betingar ett högre pris om det finns goda säkerheter för lånen.

Vid bestämmande av belåningsvärden uppkommer ett dilemma. Å ena sidan bör belåningsgraderna bestämmas så att även tämligen kraftiga prisfluktuationer ryms inom utrymmet

upp till det fulla marknadsvärdet. Å andra sidan bör gränserna inte sättas så lågt att de för med sig oönskade strukturella förändringar på bostadsfinansieringsmarknaden eller påtagliga kostnadsökningar för finansieringen av topplånen. Kostnaderna för toppbelåningen får nämligen antas öka ju lägre belåningsgrad som används (se avsnitt 4). Det är således fråga om en avvägning mellan bolånekonsumenternas intresse av att kunna få så förmånliga totala lånevillkor som möjligt och intresset hos obligationsinnehavarna att säkerhetsmassan är tillräckligt säker. Det bör också anmärkas att regler om högsta belåningsgrader inte kan betraktas fristående. Den eftersträvade effekten med sådana regler – att göra obligationsinnehavarnas fordran så säker som möjligt – påverkas nämligen av en rad andra faktorer, såsom institutens värderingskriterier och övriga verksamhet etc.

När det gäller den säkerhetsmarginal som bör finnas kan vissa förhållanden under fastighetskrisen åren 1992 och 1993 tjäna som en utgångspunkt för bedömningen. Priserna på bostadsfastigheter föll då med i genomsnitt omkring 15–20 procent i hela landet och med 20–25 procent i Stockholmsområdet. Prisfallet på kommersiella fastigheter uppgick till 50–60 procent. Under slutet på 1980-talet och början på 1990-talet rådde en jakt på ökade marknadsandelar på kreditmarknaden. Inte minst detta ledde till att kreditgivarna beviljade krediter utan att ha gjort självständiga värderingar av kredittagarnas förmåga att återbetala krediterna eller utifrån en orealistisk bild av säkerhetens värde, i synnerhet ifråga om kommersiella fastigheter. Efter fastighetskrisen har kreditgivarnas kreditprövning utvecklats på ett positivt sätt. Institutet har numera utförliga interna regler om villkoren för kreditgivning. Kreditgivningen torde därför i dag ske på ett mer kontrollerat sätt än under fastighetskrisen. Det kan också framhållas att pristabiliteten i den svenska ekonomin allmänt har ökat till följd av olika institutionella förändringar, t. ex. en mer självständig riksbank med ett tydligt operativt inflationsmål samt en ökad budgetdisciplin i staten.

De aktuella EG-direktiven innehåller inte några regler om vilken belåningsgrad som skall gälla. Som framgått av den inter-

nationella utblicken i avsnitt 3.6 har den tyska lagstiftningen fungerat som huvudsaklig förebild för en rad olika länders lagstiftning. I Tyskland är belåningsgraden för alla slags fastigheter 60 procent. Detta gäller även i Frankrike, Finland och Luxemburg. Det finns dock ingen enhetlig belåningsgrad i Europa. I Danmark gäller olika belåningsgrader för bostadsfastigheter (80 procent), jordbruksfastigheter (70 procent) och kommersiella fastigheter (60 procent). I Spanien har gränserna satts vid 80 procent för bostadsfastigheter och 70 procent för övriga fastigheter.

Frågan om vilken belåningsgrad som bör väljas ställer sig olika beroende på vilken typ av säkerhetsmassa det är fråga om. Vad gäller *bostadsfastigheter* ligger de högsta belåningsgraderna för bottenlån i praxis i Sverige för närvarande (maj-01) omkring 75 procent och upp till 85 procent av marknadsvärdet. Finansinspektionen har föreslagit att belåningsgraderna bör sättas till 2/3 av marknadsvärdet. Säkerhetsmarginalerna bör – i likhet med vad inspektionen anser – vara större än de som för närvarande gäller i branschen. Denna ståndpunkt får också stöd vid en internationell utblick. En belåningsgrad på 70 procent av marknadsvärdet bedöms vara väl avvägd.

Andra typer av fastigheter som föreslås kunna utgöra underliggande säkerheter i säkerhetsmassan är *jordbruks-, affärs- och kontorsfastigheter* (se avsnitt 5.2.2). Priserna på sådana fastigheter är normalt mindre stabila än priserna på bostadsfastigheter. Detta beror bl.a. på att efterfrågan på dessa fastigheter är mer känslig för konjunktursvängningar än efterfrågan på bostadsfastigheter. Prisskillnaderna mellan enskilda objekt kan också vara förhållandevis stora beroende på individuella faktorer som t. ex. läge och nyttjandegrad. Enligt Finansinspektionen bör belåningsgraden vara 50 procent för kommersiella fastigheter. Den övre belåningsgraden för dessa fastighetstyper bör – i överensstämmelse med vad inspektionen anför – vara lägre än för bostadsfastigheter. Gränsen bör dock kunna sättas vid 60 procent.

Vad gäller *krediter mot säkerhet i tomträtt och bostadsrätt* kan hävdas att det förhållandet att dessa inte utgör någon regelrätt äganderätt bör medföra att belåningsgraderna skall sättas lägre. Till detta kommer att det finns regler i förmånsrättslagen (1970:979) som ger vissa borgenärer företrädesrätt framför de fordringsägare som har säkerhet i form av in-teckning i tomträtt respektive bostadsrättspant (en närmare redogörelse för detta finns i avsnitt 5.5), vilket ytterligare kan synas tala för att belåningsvärdet för tomträtt och bostadsrätt skall vara lägre än det är för fast egendom. Vidare kan hävdas att de brister som finns i systemet för pantsättning av bostadsrätter (se avsnitt 5.2.2) bör medföra att i vart fall belåningsvärdet för bostadsrätter skall vara lägre än för fast egendom.

Kreditgivning mot säkerhet i bostadsrätt och tomträtt kan generellt sett anses något mindre säker än kreditgivning mot pant i fast egendom. Den är emellertid väl etablerad och sker i stor omfattning. Värderingen av säkerheten sker på liknande sätt som beträffande fast egendom. Det är också eftersträvansvärt att ha belåningsgrader som är så enhetliga som möjligt. Mot den bakgrunden bör även beträffande bostadsrätt och tomträtt för bostadsändamål en belåningsgräns på 70 procent vara väl förenligt med de försiktighetsmått som bör användas. När det gäller krediter mot säkerhet i tomträtt som upplåtits för jordbruks-, affärs- eller kontorsändamål bör också samma belåningsgrad gälla som för krediter mot säkerhet i fast egendom av samma slag, dvs. 60 procent.

I sammanhanget bör även beaktas att de belåningsvärden som nu valts överensstämmer till stora delar med liknande regler beträffande sådana krediter mot säkerhet i fast egendom eller tomträtt som lämnats av försäkringsbolag och som ingår bland tillgångar som skall motsvara försäkringsbolagens skuldtäckning (om detta, se avsnitt 3.7 samt 7 kap 10 § 14 försäkringsrörelselagen [1982:713] och 10 § i Finansinspektionens Föreskrifter, FFFFS 1996:30 om register avseende de tillgångar som används för skuldtäckning i svenska försäkringsbolag). Observeras bör också att de föreslagna nivåerna endast utgör övre gräns-

värden. Det finns givetvis inget som hindrar ett institut att tillämpa lägre belåningsgrader.

Som nämnts ovan kan det vid bolånekonsumentens konkurs finnas förmånsrätter med bättre prioritet än emittentens i den aktuella fasta egendomen, tomträtten eller bostadsrätten. Det är inte sannolikt att sådana fordringar kommer att förekomma annat än undantagsvis. Om så ändå är fallet bör detta medföra att den högsta belåningsgraden skall minska i motsvarande mån. Belåningsvärdet bör således i dessa situationer beräknas utifrån marknadsvärdet minus eventuella skulder som kan komma att belasta egendomen vid konkurs och som har bättre förmånsrätt än emittentens pant.

Nära förknippad med belåningsgraden är frågan om hur värderingen av fastigheterna, tomträtterna och bostadsrätterna skall gå till. Det finns inget krav på att detta skall framgå av lag. Utomlands har kravet på en vederhäftig värdering kommit till uttryck på olika sätt i de olika ländernas regler. I Tyskland skall emittentinstituten själva upprätta värderingskriterier, vilka sedan skall godkännas av tillsynsmyndigheten. I Danmark och Finland har lagstiftaren i lagtexten angett huvudprincipen för värderingen men därutöver gett tillsynsmyndigheten möjlighet att meddela närmare föreskrifter om värderingen. I Sverige har Finansinspektionen byggt upp ett system för hur fastighetsvärdering i samband med årsredovisning i kreditinstitut och värdepappersbolag respektive försäkringsföretag bör utföras (föreskrifter och allmänna råd om årsredovisning i kreditinstitut och värdepappersbolag respektive försäkringsföretag, FFFS 2000:18 och 1999:17). I dessa anges bl.a. att med försäljningsvärde avses det pris som på balansdagen skulle uppnås vid en frivillig, offentligt utbudens försäljning på en marknad som tillåter försäljning i normal ordning och där skälig tid ges för förhandlingar. Vidare anges att det skall ske en individuell värdering och att värderingen skall utföras av en värderingsman med erforderlig kompetens och med användande av erkända och accepterade värderingsmetoder.

Med hänsyn till den stora vikt som bör fästas vid att värdering sker på ett korrekt sätt bör en allmän princip om värdering anges i lag. Principen kan lämpligen utformas med den ovanstående värderingsregeln som huvudsaklig förebild. Finansinspektionen bör få utfärda närmare föreskrifter om hur värderingen av belånade fastigheter, bostadsrätter och tomträtter skall utföras. På detta sätt tydliggörs ytterligare vikten av att riktiga värderingar sker. I sammanhanget bör även beaktas att inspektionens tillsyn sannolikt skulle underlättas om instituten följer sådana värderingsföreskrifter. Det system som redan utarbetats av Finansinspektionen bör i allt väsentligt kunna tillämpas även i detta sammanhang.

5.5 Matchning mellan emittentinstitutens tillgångar och skulder

Promemorians förslag: Ett institut som emitterar särskilt säkerställda obligationer skall särskilja säkerhetsmassa som vid varje tidpunkt överstiger det nominella värdet av de fordringar obligationsinnehavarna kan göra gällande mot institutet på grund av obligationsinnehavet.

Emittentinstitutet skall fortlöpande beakta om marknadsvärdet har försämrats för den egendom eller de rättigheter som utgör säkerheter för hypotekslånen. Om vid villkorsändring en säkerhet minskat i värde så att relationen mellan denna och lånebeloppet avsevärt förändrats, får emittentinstitutet som säkerhetsmassa endast inräkna den del av hypotekskrediten som motsvarar 70 procent (fastigheter för bostadsändamål) respektive 60 procent (fastigheter för jordbruks-, affärs- och kontorsändamål) av den underliggande säkerhetens justerade värde.

Utredningens förslag överensstämmer i princip med promemorians förslag, såvitt gäller regeln om matchning mellan prioriterade skulder och säkerhetsmassa. Utredningen har inte föreslagit att emittentinstitutet löpande skall beakta om mark-

nadsvärdet har försämrats för den egendom eller de rättigheter som utgör säkerheter för hypotekslånen eller om hela krediternas värde inte skall få ingå i säkerhetsmassan vid villkorsändring, för det fall relationen mellan säkerheten och lånebeloppet har avsevärt förändrats.

Remissinstanserna: *Svenska Bankföreningen* har anfört att det bör införas en regel om matchning av räntebindningsperioder.

Skälen för promemorians förslag: Ett av kriterierna på säkerställda obligationer i de aktuella EG-direktiven är att "de belopp som härrör från de utfärdade obligationerna enligt lag skall investeras i tillgångar som under obligationernas hela giltighetstid kan täcka fordringar som har samband med dessa". Detta krav ger uttryck för en *matchningsprincip* enligt vilken det skall finnas en värdemässig balans mellan emittentens prioriterade skulder och emittentens tillgångar. Regeln tar sikte på det nominella värdet av utfärdade obligationer respektive säkerhetsmassa. Såväl obligationernas kapitalbelopp som upplupna räntor skall täckas.

Av citatet ovan framgår att en lagregel om matchning måste införas om rekvisiten i EG-direktiven skall uppfyllas. När det gäller det närmare innehållet i en sådan regel kan först nämnas att lagstiftningen i Danmark och Spanien kräver att säkerhetsmassan skall överstiga värdet av obligationsinnehavarnas fordringar med 10 respektive 8 procent. Vi har övervägt om ett sådant krav på extra säkerhetsmarginal bör ställas även här. Ur en säkerhetsaspekt torde det dock inte finnas något behov av en sådan bestämd och relativt stor marginal. Därtill kommer att ett sådant krav kan vara relativt kostsamt och osmidigt för instituten. Givetvis finns det heller inget som hindrar instituten från att själva skapa en sådan extra buffert. Det bör dock föreskrivas att säkerhetsmassan skall överstiga obligationsinnehavarnas fordringar. Härigenom kan man räkna med att en viss, inte obetydlig, marginal kommer att finnas. Detta innebär också en viktig markering gentemot inte minst utländska investerare och ratinginstitut om vikten av att säkerhetsmassan är tillräcklig. Ett sådant krav på övervikt finns bl. a. i Frankrike och Luxemburg.

Så länge institutet bedriver sin verksamhet under normala ekonomiska förhållanden finns det inget omedelbart samband mellan de utfärdade obligationerna och säkerhetsmassan. Matchningsprincipen syftar därför främst till att säkerställa att de tillgångar som omfattas av förmånsrätten, säkerhetsmassan, uppgår till erforderligt värde vid en konkurs hos emittenten (se närmare om förmånsrätt för obligationsinnehavare i avsnitt 5.5). Det är dock givetvis också av stor betydelse för systemets trovärdighet att emittenterna fortlöpande upprätthåller denna balans. Säkerhetsmassans värde skall beräknas utifrån värdet av de däri ingående krediterna och fyllnadssäkerheterna (se avsnitt 5.2.2 och 5.2.3). Finansinspektionen har utfärdat föreskrifter och allmänna råd om värdering av lånefordringar vid årsredovisning i kreditinstitut och värdepappersbolag (FFFS 2000:18). Dessa bör i huvudsak kunna tillämpas även såvitt gäller krediterna i säkerhetsmassan. Finansinspektionen bör dock få möjlighet att utfärda närmare föreskrifter om hur värdet av säkerhetsmassan skall beräknas.

EG-direktivets lydelse, framförallt ordet "skall", kan ge intryck av att de upplånade medlen närmast måste öronmärkas för investeringar i de krediter och fyllnadssäkerheter som får utgöra säkerhetsmassa. För att uppfylla kravet på matchning får det dock anses tillräckligt att den totala volymen av emitterade obligationer fortlöpande motsvaras av säkerhetsmassa. Om det redan finns ett överskott i säkerhetsmassan, dvs. om instituten skulle ha avskilt mer säkerhetsmassa än nödvändigt, kan det alltså inte fordras att de upplånade medlen placeras i nya krediter etc. Detsamma gäller givetvis om instituten åstadkommer matchningen genom att använda redan befintliga men icke registerförda krediter eller andra tillättna tillgångar. Det väsentliga är således att matchning alltid föreligger.

Matchningen bör praktiskt upprätthållas genom att tillgångarna och skulderna förtecknas i ett register, se avsnitt 5.6.

Det finns inget som hindrar ett institut att förfoga över tillgångar som antecknats i registret. Det är inte sannolikt att instituten kommer att göra det i någon nämnvärd omfattning,

inte minst då detta ter sig vanskligt ur ratingsynpunkt. Om tillgångar som är registrerade realiseras eller belastas med säkerhetsrätter och de registrerade tillgångarna till följd därav inte längre motsvarar obligationsinnehavarnas fordringar åligger det dock institutet att registrera nya tillgångar av motsvarande värde. Om en kredit i något avseende upplåtits till viss del, t. ex. belastats med panträtt, får emittenten givetvis inte utnyttja denna del av krediten till täckande obligationsinnehavarnas fordringar. Med hänsyn till detta bör det i lagen föreskrivas att tillgångar får användas i säkerhetsmassan endast till den del de inte belastas av panträtt eller annan säkerhetsrätt.

Obligationsinnehavarnas förmånsrätt kommer normalt sett inte konkurrera med andra borgenärens förmånsrätt i krediter (se avsnitt 5.5). Brottsliga eller illojala förfaranden med anknytning till registret kan dock inte helt uteslutas, t. ex. genom att redan pantsatt egendom används som säkerhetsmassa eller genom att registregendom pantsätts. Obligationsinnehavarna torde dock ha ett betryggande skydd genom den offentliga tillsynen och genom de föreskrifter som föreslås gälla för registren (se avsnitt 5.7). Riskerna för dubbeldispositioner etc. bedöms inte bli större än de som finns i dag.

I sammanhanget kan erinras om att Svenska Bankföreningen ansåg att det bör införas en regel om matchning av obligationernas och krediternas räntebindningsperioder, men att utredaren, vars bedömning här delas, inte fann skäl för något sådant förslag (se avsnitt 5.2.4).

För systemets tillförlitlighet är det av stor vikt att de underliggande säkerheterna – de belånade fastigheterna etc. – kontinuerligt håller ett godtagbart värde. Om obligationsinnehavarnas rätt inte skall äventyras i en konkurssituation bör värdet av de underliggande säkerheterna minst täcka bolånekrediternas värde. Idealet vore naturligtvis att det nominella värdet av varje bolån inte någon gång under lånens löptid överstiger de underliggande säkerheternas värde, beräknat enligt de belåningsgrader som föreslås vid lånens beviljande (se avsnitt 5.3). Om så vore fallet skulle bolånens värde alltså inte någonsin överstiga 70

(fastigheter för bostadsändamål) respektive 60 (fastigheter för affärs-, kontors- eller jordbruksändamål) procent av marknadsvärdet på de underliggande säkerheterna. Värdet av de underliggande säkerheterna kan dock givetvis såväl i enskilda fall som mer generellt, vid en nedgång på fastighetsmarknaden, komma att minska mer än bolånets värde.

Det kan således tyckas vara naturligt att föreskriva antingen att de underliggande säkerheternas värde även löpande skall hålla sig inom de högsta belåningsgraderna eller att emittentinstitutionen såsom säkerhet för obligationsinnehavarnas fordringar endast får inräkna så stor del av varje bolån som motsvarar 70 respektive 60 procent av de underliggande säkerheternas verkliga värde. Det är dock inte rimligt att kräva detta. Så länge kredittagarna uppfyller sina förpliktelser bör det tillåtas att säkerheternas värde minskas något i förhållande till kreditens värde. Det är knappast heller praktiskt möjligt eller ekonomiskt försvarbart att kräva att emittentinstitutionen fortlöpande skall ha fullständig kontroll över värdet av samtliga underliggande säkerheter, dvs. även säkerheter för krediter där låntagarna fullföljer betalningarna i enlighet med kreditvillkoren.

För att försäkra att relationen mellan värdet av de underliggande säkerheterna och krediternas värde inte rubbas alltför mycket bör emellertid emittentinstitutionen fortlöpande beakta försämringar av marknadsvärdet på de underliggande säkerheterna. Det bör här vara tillräckligt att institutionen översiktligt bedömer om säkerheterna håller samma värde som vid den ursprungliga eller senaste värderingen.

Löptiderna för de bolån som beviljats sedan ett antal år är en funktion av amorteringsplanerna för krediterna. Lånens förfallotid är alltså lika med kredittiden. Kreditvillkoren, i praktiken oftast endast räntan, ändras dock vid vissa tillfällen under löptiden. Krediterna har regelmässigt en löptid på 30 år eller mer. Krediternas räntebindningsperioder är emellertid betydligt kortare än löptiderna – i allmänhet beviljas rörlig eller bunden ränta på 1 till 10 år. När räntebindningsperioderna gått

ut sker ingen ny kreditprövning. Krediten är prövad och given en gång för alla när den togs.

Vid en villkorsändring är det befogat att ställa högre krav på relationen mellan en kredits värde och en underliggande säkerhets värde. Med hänsyn till villkorsändring numera regelmässigt sker med ganska korta intervaller kan det dock inte heller i denna situation såsom huvudregel krävas att den ursprungliga belåningsgraden om högst 70 respektive 60 procent helt skall bestå. Om däremot en säkerhet minskat i värde så att relationen mellan denna och lånebeloppet avsevärt förändrats mån bör dock en justering ske så att endast så stor del av lånet som motsvarar 70 respektive 60 procent av den underliggande säkerhetens verkliga värde skall få inräknas i säkerhetsmassan. Tilläggas kan att om det vid andra tillfällen än vid villkorsändring framkommer att säkerhetens värde avsevärt understiger bolånets värde bör det i regel ligga i institutens egna intressen att inte inräkna hela krediten i säkerhetsmassan.

Tidigare gällde i stor utsträckning att krediternas löptider var kortare än den tänkta amorteringstiden. Om låntagaren önskade förnyelse av lånet sedan det förfallit till betalning hade instituten då att göra en ny prövning av låntagarens återbetalningsförmåga och av säkerhetens värde. Detta kallades ofta för omsättning eller förlängning av lånet. Dessa lån utgör nu mindre än 10 procent av lånestocken i instituten och lånen kommer efter hand att fasas ut. Om dessa lån förlängs, dvs. om en ny kredit beviljas, måste den nya krediten uppfylla villkoren i denna lag, bl. a. ifråga om belåningsgrader, för att kunna ingå i säkerhetsmassan.

Matchningen mellan säkerhetsmassan och obligationsinnehavarnas fordringar bygger på att obligationsinnehavarna skall få betalt i enlighet med den tidtabell som anges i kontraktsvillkoren. Detta gäller även vid en konkurs hos emittenten. Inte minst ur ratingsynpunkt är det väsentligt att en konkurs i så liten utsträckning som möjligt förhindrar eller fördröjer de kontraktsevenliga betalningarna till obligationsinnehavarna. Vid en konkurs hos svensk gäldenär skall, enligt den ganska omfattande procedur som föreskrivs i konkurslagen (1987:672), gäldenärens

tillgångar såsom huvudregel först omvandlas till pengar och därefter, sedan rätten fastställt utdelningsförslaget och konkursen avslutats, utdelas till borgenärerna. Om de tillgångar som ingår i ett emittentinstitutets säkerhetsmassa skulle behandlas enligt det ordinarie konkursförfarandet är det – på grund av de långa handläggningstider som kan förväntas vid konkurser av ifrågavarande slag – tveksamt om obligationsinnehavarna skulle kunna få betalning vid de tidpunkter som anges i kontrakten.

För att säkerställa att obligationsinnehavarna får sina betalningar i tid gäller i Tyskland att tillgångar som omfattas av förmånsrätten över huvud taget inte ingår i konkursboet och att obligationsinnehavarna inte annat än i undantagsfall deltar i konkursförfarandet. I Finland har i stället särskilt föreskrivits att obligationsinnehavarna även vid en konkurs har rätt att få betalning ur säkerhetsmassan i enlighet med kreditvillkoren. Liknande konstruktioner med samma syfte finns i andra länder. Det finns anledning att överväga om bestämmelser av motsvarande slag bör införas i Sverige. Obligationsinnehavarnas rätt till betalning enligt tidplanen torde dock i stor omfattning kunna tillgodoses med stöd av regeln om förskottsbetalningar i 11 kap. 15 § första stycket konkurslagen, enligt vilken förskottsbetalning skall utgå för en fordran med förmånsrätt, om det lämpligen kan ske. Tilläggas bör att om ett svenskt emittentinstitut försätts i konkurs leder detta inte till att obligationer som emittenten gett ut förfaller till betalning direkt. Obligationsinnehavarna är behövs därför inte redan på grund av konkursen godta att återbetalningar sker vid tidigare tidpunkter än de som anges i kontrakten. Om konkursen har avslutats innan återbetalningar skall ske enligt kontraktsvillkoren kommer dock utdelning att ske dessförinnan. Detta kan dock knappast innebära någon nackdel för obligationsinnehavarna.

5.6 Förmånsrätt för obligationsinnehavarna

Promemorians förslag: Innehavare av säkerställda obligationer skall ha särskild förmånsrätt i den egendom som utgör säkerhetsmassa.

Utredningens förslag överensstämmer i huvudsak med promemorians förslag.

Remissinstanserna: *Finansbolagens förening*, som har avstyrkt förslaget i dess helhet, har anfört det kan ifrågasättas om förmånsrättslagens innehåll bör styras av näringspolitiska frågor av det aktuella slaget. Om förslaget genomförs och reglerna även omfattar tomträtt har föreningen anfört att föreslagen förmånsrätt kommer före bland annat förmånsrätt för tomträttsavgäld och att detta förefaller tveksamt. *Uppsala universitet* har anfört att grundkonstruktionen verkar vara hållbar men att det möjligen kan synas anmärkningsvärt att kreditmarknadsbolag får upplåta panträtt i egen egendom utan att tradition eller denuntiation sker och med fri förfoganderätt över panten.

Skälen för promemorians förslag: Som framgått av avsnitt 3.4 är ett av kriterierna på säkerställda obligationerna i de aktuella EG-direktiven att obligationsinnehavarna skall ha prioriterad rätt till återbetalning – i praktiken förmånsrätt – avseende kapital och upplupen ränta om institutet försätts i konkurs. Det anges dock inte närmare hur förmånsrätten praktiskt skall konstrueras.

För att en fordran skall ha förmånsrätt krävs enligt svensk rätt att den omfattas av reglerna i förmånsrättslagen (1970:979). Denna lag skiljer mellan särskilda och allmänna förmånsrätter. Särskilda förmånsrätter gäller både vid utmätning och konkurs samt belastar viss bestämd egendom. Allmänna förmånsrätter gäller däremot endast vid konkurs och avser all egendom som ingår i gäldenärens konkursbo. Den inbördes ordningen mellan

förmånsrätterna bestäms i princip efter paragrafernas följd i förmånsrättslagen. Särskild förmånsrätt har som huvudregel företräde framför allmän förmånsrätt.

Enligt EG-direktiven skall obligationernas värde matchas mot särskilda tillgångar som emittenten placerat huvudsakligen med medel som lånats upp genom de säkerställda obligationerna. Detta innebär i praktiken att obligationsinnehavarnas fordran måste vara knuten till en särskild förmånsrätt. En sådan gäller ju som nämnts i viss bestämd egendom till skillnad från en allmän förmånsrätt som avser all egendom.

Utgångspunkten i svensk exekutionsrätt är att konkursborgenärer skall åtnjuta lika rätt och att gäldenärens egendom skall fördelas mellan borgenärerna i förhållande till deras fordringar, oavsett fordringens art eller ålder. Undantag från denna likabehandlingsprincip har skett endast med hänsyn till vissa särskilt beaktansvärda syften. Att stimulera kreditgivning har ansetts vara ett sådant väsentligt syfte och har bl. a. motiverat förmånsrätterna för panträtt och företagshypotek. Ett system med säkerställda obligationer kan inordnas under det syftet, genom att det ger bästa möjliga förutsättningar för de svenska bolåneinstitutens kreditgivning och för lägsta möjliga bolåneräntor. Detta utgör således ett argument för att införa en förmånsrätt för säkerställda obligationer. Nämnas kan också att ett sådant system, vilket även Finansinspektionen understrukt, kan medföra en mer adekvat prissättning av risker och bättre differentiering av räntevillkoren på kreditmarknaden.

Såsom anförts i avsnitt 4 framstår det – med hänsyn till den tilltagande konkurrensen på obligations- och bolåneområdena – ur ett samhällsekonomiskt perspektiv som angeläget att svenska institut får samma möjligheter till upplåning som institut i övriga EU-länder. Starka skäl av mer icke ekonomisk art bör i det perspektivet föreligga för att inte även Sverige skall införa en lagstiftning om säkerställda obligationer.

Vid ett ställningstagande till om en ny förmånsrätt skall införas bör det noga övervägas vilka praktiska konsekvenser ett införande av en förmånsrätt för obligationsinnehavarna skulle ha

vid ett konkursscenario. Inledningsvis bör här poängteras att sannolikheten att ett kreditinstitut skulle komma på obestånd ter sig liten. Syftet med systemet är just att skapa stabila institut med hög säkerhet och dess beståndsdelar – regler om belåningsgrader, särskild tillsyn etc. – är ägnade att uppfylla detta ändamål. Det är därför mindre sannolikt att förmånsrättsregler för obligationsinnehavare skulle komma att aktualiseras i praktiken. Redan detta talar givetvis för att införandet av en sådan förmånsrätt inte bör utgöra något hinder mot en lagstiftning om säkerställda obligationer.

Om andra borgenärer än obligationsinnehavarna kommer att ställas i en sämre situation vid konkurs hos ett emittentinstitut kan detta emellertid vara ett argument mot en förmånsrätt, trots att konkursrisken är låg. Övriga tänkbara borgenärer kan antingen vara oprioriterade eller ha allmän eller särskild förmånsrätt. Frågan om vilka eventuella *oprioriterade borgenärer* som kan förekomma bör ses i ljuset av att emittenterna sannolikt i hög grad kommer att renodla verksamheten, i syfte att uppnå en god genomlysning av verksamheten och en bra rating. Detta innebär att borgenärskollektivet till stor del kommer att bestå av förmånsberättigade obligationsinnehavare. Det är dock sannolikt att vissa institut även kommer att låna ut topplån eller andra typer av krediter. Om dessa finansieras genom upplåning riskerar *finansierarna till topplånen*, vilka normalt saknar förmånsrätt, att komma i ett sämre läge vid emittentens konkurs. Dessa borgenärer får dock antas vara väl insatta i de risker som är förknippade med utlåningen. De kan också kräva en högre riskpremie eller separata säkerheter för sina lån. Det torde därför inte gå att hävda att deras position i praktiken kommer att försämrats. Övriga oprioriterade borgenärerna kommer sannolikt främst vara *leverantörer*, i första hand företag som försett institutet med datasystem och kontorsutrustning m.m. Fordringar från sådana borgenärer torde oftast uppgå till relativt små belopp och betalas i allmänhet på anfordran. Riskerna för att sådana företag blir indragna och förfördelade i en eventuell konkurs är därför små.

När det gäller *borgenärer med allmän förmånsrätt* kan det, åtminstone teoretiskt, tänkas att det vid en konkurs finns anställda som har *lönefordringar* på emittenten (i praktiken blir endast staten borgenär; de anställda får i princip sin lön via lönegarantin, varvid staten blir regressborgenär för lönefordringarna) eller att staten har *skattefordringar* på institutet. Det är emellertid svårt att tänka sig att ett institut som står under Finansinspektionens tillsyn skulle tillåtas att ackumulera någon större skatteskuld. Det är inte heller troligt att löntagarna skulle låta lönefordringar förbli obetalade under särskilt lång tid.

De *borgenärer med särskild förmånsrätt* som teoretiskt kan komma att konkurrera med obligationsinnehavarna är de som har handpanträtt (4 §) eller företagshypotek (5 §). Frågan om hur de påverkas av en förmånsrätt för obligationsinnehavarna beror på vilken placering en sådan får i förmånsrättsordningen. Ett alternativ som kan tyckas ligga nära till hands är att använda förmånsrätten för handpanträtt, dvs. att följa rutinerna för en vanligt pantsättning av lös egendom. Sådan panträtt gäller för övrigt i dag om emittentinstitutet upplåter panträtt i krediter. En sådan modell skulle dock medföra betydande administrativa kostnader och vara osmidig för instituten. Lösningen bör istället utformas efter mönster av regeln i 4 a § förmånsrättslagen om förmånsrätt för fordringar till följd av vissa försäkringsavtal, främst livförsäkringar. Denna förmånsrätt är knuten till tillgångar som antecknats i ett särskilt register. Noteras bör här att de aktuella försäkringstagarna tidigare såsom säkerhet hade handpanträtt i försäkringsföretagens egendom, varvid de pantsatta tillgångarna bl.a. skulle förvaras avskilda på visst sätt. Denna ordning ersattes dock av registermodellen år 1990, främst med hänsyn till de kostnader och praktiska olägenheter som pantsättningsförfarandet medförde (se prop. 1989/90:34 s. 73 ff).

Utredningen har föreslagit att förmånsrätten skall införas efter regeln i 6 § förmånsrättslagen om förmånsrätt i fast egendom till följd av ägarens in-teckning av egendomen. Detta har motiverats med att de bakomliggande säkerheterna till obligatio-

nerna ytterst utgörs av fast egendom (Utredaren föreslog inte att krediter till vissa andra säkra låntagare än svenska staten eller krediter mot säkerhet i bostadsrätt eller tomträtt skall få ingå i säkerhetsmassan, se avsnitt 5.2.2 och 5.2.3). Därför skulle det enligt betänkandet vara naturligt att anknyta den nya förmånsrätten till den som redan gäller för pant i fast egendom. Emellertid talar övervägande skäl för att införa regeln i anslutning till den nämnda bestämmelsen i 4 a § förmånsrättslagen. Med ett sådant förslag blir det klarare att obligationsinnehavares förmånsrätt avser emittentinstitutets konkurs och i första hand emittentens kreditstock, dvs. förmånsrätt i lös egendom. Detta hindrar inte att obligationsinnehavarna kan komma att tillgodogöra sig de underliggande säkerheterna, om både emittenten och bolånekonsumenterna försätts i konkurs. Det är också naturligt att bestämmelsen placeras i anslutning till regeln om förmånsrätt för vissa av försäkringsföretagens fordringsägare. Systemet för denna förmånsrätt har många likheter med det nu föreslagna systemet,

bl. a. att förmånsrätten uppkommer genom att egendom antecknas i register och att panträtten inte är fast knuten till någon bestämd egendom utan omfattar de tillgångar som vid varje tidpunkt finns införda i registret.

Med den föreslagna placeringen får obligationsinnehavarna sämre prioritet än innehavare av handpanträtt och de sistnämnda riskerar alltså inte att drabbas negativt av den föreslagna förmånsrätten. För övrigt framstår det inte som sannolikt att instituten kommer att pantsätta krediter, eftersom detta kan vara vanskligt från ratingsynpunkt och då en pantsättning som nämnts kan vara förenad med ett ganska omständligt praktiskt förfarande.

Nu föreslagen placering av förmånsrätten medför däremot att denna får bättre läge än förmånsrätt i företagshypotek. Genom att upplåta företagshypotek i sin egendom har emittenten möjlighet att belåna ett växlande innehav av olika tillgångar. Företagshypotek omfattar all näringsidkarens lösa egendom i den mån egendomen tillhör den intecknade verksamheten, såvida

egendomen inte är särskilt undantagen i lagen (1984:649) om företagshypotek. Detta innebär att alla slags fordringar i princip är underlag för företagshypotek. Om en emittent upplåter företagshypotek omfattas alltså emittentens kreditstock av företagshypoteket. Mot bakgrund av detta kan det synas som om hypoteksinnehavarnas ställning generellt kommer försämrats om förslaget genomförs. Företagshypotek torde emellertid vara en säkerhetsform som inte lämpar sig särskilt väl när det gäller att använda krediter som säkerhet vid belåning. Företagshypotek upplåts främst av mindre och medelstora företag med tonvikt på tillverkning och handel. Eftersom företagshypoteket inte avser någon bestämd egendom och då den som upplåter företagshypotek fritt kan disponera över egendomen är företagshypotek knappast någon attraktiv säkerhet för den som avser att placera medel i bostadsobligationer. Enligt uppgifter från branschföreträdare förekommer det inte att bolåneinstitutet upplåter företagshypotek. Risker för att någon hypoteksinnehavare i realiteten skulle bli förfördelad genom införande av den nu föreslagna förmånsrätten är därför mycket liten.

I sammanhanget bör – å andra sidan – observeras att företagshypotek ger bättre förmånsrätt än inteckning i fast egendom (6 §). Om de nya reglerna om förmånsrätt för obligationsinnehavarna skulle, såsom utredaren föreslår, placeras omedelbart efter regeln om förmånsrätt i fast egendom skulle alltså innehavare av företagshypotek få bättre förmånsläge än obligationsinnehavarna. Även om det som nämnts inte är troligt att emittentinstitutet upplåter företagshypotek skulle en sådan ordning vara mindre lämplig, då den skulle riskera att skapa viss osäkerhet bland placerare och ratinginstitut om förmånsrättens status.

Regeringen kommer sannolikt att senare lägga fram en proposition om vissa ändringar i förmånsrättslagen, vilka huvudsakligen bygger på Förmånsrättskommitténs förslag (SOU 1999:1). Det är därför av intresse att beakta hur ett system med särskild förmånsrätt för säkerställda obligationer

förhåller sig till kommitténs förslag. Kommittén har på ett allmänt plan strävat efter att ge förslag som bl. a. skall leda till ökad intressegemenskap och likabehandling mellan borgenärer vid insolvens och till ökad utdelning för oprioriterade borgenärer. Mer konkret innebär förslaget bl. a. att företagshypoteket omvandlas till allmän förmånsrätt som gäller i hälften av den av gäldenärens egendom som återstår sedan fordringar med bättre förmånsrätt fått fullt betalt. Vidare föreslås att förmånsrätten för skattefordringar och allmänna avgifter avskaffas. Förslaget skulle alltså medföra en viss rensning i förmånsrättsordningen. Utdelningen till borgenärer som har säkerhet i företagshypotek kommer enligt Förmånsrättskommitténs förslag att minska. Till följd härav kommer utdelningen till enskilda löneborgenärer, till staten på grund av regressrätt för lönegarantiutbetalningar, samt till de redan i dag oprioriterade borgenärerna att öka.

Ovan har nämnts att risken för att emittentinstituten skall försättas i konkurs är försumbar och att borgenärer av nu nämnt slag knappast kommer att förekomma vid en konkurs hos emittenten. En förmånsrätt för obligationsinnehavarna skulle därför inte påverka effekterna av de övriga föreslagna ändringarna i förmånsrättslagen. Tilläggas kan att om företagshypoteket, såsom Förmånsrättskommittén föreslår, omvandlas till en allmän förmånsrätt får obligationsinnehavarna automatiskt bättre prioritet än hypoteksinnehavarna. Det blir då mindre angeläget att den särskilda förmånsrätten för obligationsinnehavarna får en bättre placering än den som hypoteksinnehavarna har nu.

Vad som har sagts utvisar att en förmånsrätt för obligationsinnehavarna knappast kan inverka negativt på ett emittentinsti- tuts övriga borgenärer. När det gäller de övriga borgenärernas ställning bör slutligen erinras om att emittenter i dag kan pantsätta sina kreditstockar till nackdel för borgenärerna.

Som framgått föreslås att krediter mot inteckning i fast egen- dom och tomträtt samt mot panträtt i bostadsrätt skall få ingå i säkerhetsmassan (se avsnitt 5.2.2). Ägare till fast egendom och innehavare av bostadsrätt och tomträtt har rätt att pantsätta sin

egendom. När det gäller fast egendom och tomträtt följer förmånsrätt med inteckning som ägaren eller tomträttsinnehavaren gör i den fasta egendomen eller tomträtten. Dessa förmånsrätter har dock sämre prioritet än vissa fordringar som uppkommit till följd av särskilda lagregler med anknytning till fast egendom och tomträtt (se första punkterna i 6 och 7 § § förmånsrättslagen). Exempel på sådana s.k. *reallaster* är fordringar som uppkommit på grund av fastighetsbildning. Beträffande tomträtt har även vissa förfallna fordringar på tomträttsavgäld bättre förmånsläge än fordringar på tomträttsinnehavare som säkerställts genom inteckning i tomträtten. När det gäller bostadsrätt har på liknande sätt bostadsrättsföreningars fordringar på en bostadsrättsinnehavare angående bl.a. årsavgifter bättre förmånsrätt än fordringar som lämnats mot pant i bostadsrätt, se 16 a § Bostadsrättslagen (1991:614). Två frågor som här aktualiseras, vilket berörts av Finansbolagens förening och Statens bostadskreditnämnd, är om borgenärer till fordringar av nu nämnt slag skulle påverkas av en förmånsrätt för obligationsinnehavarna och omvänt, vilken betydelse det har för obligationsinnehavarna att sådana fordringar kan förekomma.

De nyss nämnda förmånsrätterna avser låntagarens, dvs. fastighetsägarens eller bostadsrätts- och tomträttsinnehavarens, oförmåga att betala. Om emittenten försätts i konkurs skall konkursförvaltaren enligt huvudregeln i konkurslagen (1987:672) så snart det är lämpligt vidta åtgärder för att driva in utestående fordringar, i förevarande fall bl.a. krediterna till bolånekonsumenter. Ett indrivande förutsätter dock att fordringen är förfallen eller att gäldenären är villig att betala tillbaka krediten i förtid. Om en fordran inte kan drivas in inom rimlig tid, vilket torde vara fallet om en emittent fallerar, får den i stället säljas. Om låntagaren har skött sina förpliktelser enligt låneavtalet torde krediten kunna avyttras relativt lätt. Kreditens värde påverkas emellertid även av säkerhetens värde och situationen på fastighetsmarknaden. Ju högre säkerhetens värde är i förhållande till krediten och ju stabilare marknad, desto lättare bör det vara att sälja krediten utan förlust, dvs. till dess

nominella värde. De nämnda förmånsrätterna har alltså inte någon omedelbar betydelse för obligationsinnehavarnas ställning vid emittentens obestånd. Kreditstockens värde vid en vidareförsäljning torde dock riskera att bli sämre om de underliggande säkerheterna, fastigheterna etc. belastas med fordringar med bättre förmånsrätt än emittentens.

Om förutom emittenten även bolånekonsumenten är försatt i konkurs kan emellertid prioritetsordningen till bolånekonsumentens pant få viss direkt betydelse för obligationsinnehavarna. I denna situation kan bolånekrediten inte drivas in, eftersom bolånekonsumenten är försatt i konkurs. I stället skall panten tas i anspråk i enlighet med förmånsrättsordningen, varvid obligationsinnehavaren kommer i åtnjutande av emittentens förmånsrätt i den fasta egendomen etc. I detta fall kommer dock emittentens konkursbo, i praktiken obligationsinnehavaren, att ha ett sämre förmånsläge än borgenärer, exempelvis en bostadsrättsförening, som kan stödja sig på någon av de förmånsrätter som nämnts ovan. De sistnämnda borgenärernas ställning påverkas som nämnts inte av att en förmånsrätt införs för obligationsinnehavarna.

Inte heller för obligationsinnehavarna kan det emellertid anses att exempelvis en bostadsrättsförenings panträtt utgör något problem. Det kan förutsättas att den egendom obligationsinnehavarna har förmånsrätt i – säkerhetsmassan – består av ett stort antal krediter. Fordringar med förmånsrätt av nu nämnt slag mot bolånekonsumenter förekommer sällan. Även om det skulle finnas sådana och om både emittentinstitutet och bolånekonsumenten gått i konkurs torde det finnas goda förutsättningar för att emittenterna, och därmed även obligationsinnehavarna, får full betalning för sina fordringar. För att garantera att förmånsrätten skall omfatta ett tillräckligt stort värde även i denna situation bör dock värdet av de underliggande säkerheterna givetvis fortlöpande motsvara krediternas värde. De regler som föreslås beträffande matchning av tillgångar och skulder, högsta belåningsgrader, värderingsprinciper och tillsyn etc. borgar bl.a. för detta.

Sammanfattningsvis talar allmänna samhällsekonomiska skäl starkt för att en förmånsrätt för obligationsinnehavarna bör införas. Det förhållande att detta möjligen kan anses strida mot den allmänna strävan att begränsa förmånsrättsordningen utgör i sig inte tillräckligt starkt skäl mot att införa en sådan förmånsrätt. En förmånsrätt kan vidare motiveras utifrån sådana ändamål – att stimulera kreditgivning och förbättra marknadens funktionssätt – som traditionellt har ansetts utgöra skäl för förmånsrätter. Risken för att ett institut försätts i konkurs och att förmånsrätten utlöses bedöms dessutom vara mycket liten. För det fall så ändå sker kommer en förmånsrätt för obligationsinnehavarna knappast att ha någon negativ inverkan på övriga borgenärs ställning. Mot denna bakgrund bör den föreslagna förmånsrätten för obligationsinnehavarna införas. Beträffande den närmare utformningen av det register som föreslås och som avgör omfattningen av förmånsrätten hänvisas till avsnitt 5.6.

5.7 Skyldighet att förteckna obligationerna och säkerhetsmassan i register

Promemorians förslag: Institutet skall i register förteckna de utestående säkerställda obligationerna och de tillgångar som utgör säkerhet för dessa obligationer (säkerhetsmassan). Register skall föras separat över dels obligationer med säkerhet i fast egendom, tomträtt eller bostadsrätt, dvs. hypotekskrediter, dels över obligationer med säkerhet i blancokrediter till vissa säkra låntagare, dvs. offentliga krediter. För hypotekskrediterna skall även framgå säkerheternas värde och grundläggande uppgifter om värderingarna av säkerheterna. Om en tillgång i registret är belastad så att dess fulla värde inte kan utnyttjas till skuldtäckning, skall detta förhållande antecknas i registret. Inom instituten skall det utses en registeransvarig, som skall godkännas av Finansinspektionen.

Utredningens förslag överensstämmer i huvudsak med promemorians förslag såvitt avser skyldigheten att förteckna de avskilda tillgångarna i ett register. Utredningen har inte berört frågorna om separata register skall upprättas över olika typer av krediter, om det skall antecknas i registret om en tillgång i registret har upplåtits till någon del eller om en registeransvarig skall utses inom emittentinstituten.

Remissinstanserna: *Statens bostadskreditnämnd* har anfört att lån mot säkerhet i fast egendom och lån till kommuner och mot kommunal borgen bör hållas i sär redovisningsmässigt.

Skälen för promemorians förslag: Som framgått av avsnitten 5.4 och 5.5 innebär de aktuella EG-direktiven att ett system med säkerställda obligationer skall innehålla lagregler om förmånsrätt för obligationsinnehavarna och om matchning mellan obligationsinnehavarnas fordringar och emittentens tillgångar. Utgångspunkten är att investerarnas fordringar skall vara kopplade till tillgångar som har särskiljts från institutets övriga tillgångar. För att på ett smidigt sätt åstadkomma detta bör instituten upprätta särskilda register. Denna metod är, om än i något olika varianter, väl inarbetad i flertalet övriga länder som lagstiftat om säkerställda obligationer. Ett liknande system finns som redan nämnts också i Sverige i fråga om försäkringstagares och andra ersättningsberättigades fordringar mot försäkringsföretag på grund av vissa försäkringsavtal, se 7 kap. 11 § försäkringsrörelselagen (1982:173).

Registrets funktion är att utvisa vilka tillgångar som omfattas av den föreslagna förmånsrätten och att underlätta tillsynen av att matchningsprincipen upprätthålls. Den avgörande tidpunkten för frågan om i vilka tillgångar obligationsinnehavarna kan hävda sin förmånsrätt är då institutet försätts i konkurs eller utmätning söks. Förmånsrätten uppkommer emellertid redan genom införandet i registret. Detta förhållande medför också att de registerförda tillgångarna inte rent fysiskt behöver förvaras avskilda från övriga tillgångar.

I syfte att åstadkomma en homogen säkerhetsmassa föreslås att en obligation endast skall få säkerställas med antingen kredi-

ter mot säkerhet i fast egendom, tomträtt och bostadsrätt, dvs. hypotekskrediter, eller med krediter som lämnats utan säkerhet till vissa särskilt säkra låntagare, dvs. offentliga krediter (se avsnitt 5.2.6). För att åstadkomma denna renodling bör separata register föras över hypotekskrediter och offentliga krediter och över de obligationer som skall säkerställas med krediterna.

Registret bör möjliggöra en effektiv och smidig tillsyn och vid institutets fallisemang bör det klart gå att utläsa vilka tillgångarna och fordringarna är. Det finns därför anledning att relativt utförligt ange vilka uppgifter som skall införas i registret och vad som i övrigt skall gälla beträffande hanteringen av registret. I fråga om obligationerna bör det av registret framgå deras nominella värde, ränta (inklusive hur den är beräknad och varför) och löptid. När det gäller krediterna bör anges dess nummer och låntagare, nominella värde, återbetalningstid och ränta. För hypotekskrediterna bör av registret även framgå säkerheternas värde och grundläggande uppgifter om värderingen av säkerheten. Om fyllnadssäkerheter används bör det anges vad dessa består i samt deras värde och giltighetstid. För varje register bör också minst en gång per månad antecknas det sammanlagda värdet av både de ingående obligationerna och säkerhetsmassan.

Om det finns ett överskott i säkerhetsmassan bör, såsom angetts i avsnitt 5.4, emittenterna kunna förfoga över detta. En tillgång eller en del av en tillgång som institutet använt som säkerhet i något annat sammanhang kan inte ingå i säkerhetsmassan. Dessa principer gäller även för tillgångarna i registret för försäkringstagarnas fordringar. Av 7 kap. 11 § andra stycket försäkringsrörelselagen (1982:713) framgår att det skall antecknas i registret om en tillgång i registret har upplåtits med en sådan rätt att dess fulla värde inte kan utnyttjas till skuld-täckning. En motsvarande regel bör införas beträffande registret för säkerställda obligationer.

För att underlätta Finansinspektionens tillsyn av registren bör det föreskrivas att instituten, efter Finansinspektionens godkännande, skall utse en lämplig person att ansvara för dessa, en registeransvarig. En sådan regel finns i Finansinspektionens

Föreskrifter och allmänna råd om register avseende de tillgångar som används för skuldtäckning i svenska försäkringsföretag (FFFS 1996:30). Dessa innehåller dessutom bl. a. föreskrifter om vilka närmare uppgifter registret skall omfatta och hur de skall redovisas. Inspektionen bör få möjlighet att utfärda liknande föreskrifter för de nu aktuella registren.

Registren utgör företagens interna material och instituten ansvarar själva för upprättandet av registren, för införandet av uppgifter i och för förvaring av dem. I Finansinspektionens allmänna tillsynsuppgift ingår dock att tillse att registren förs på ett säkert sätt. I avsnitt 5.7 behandlas frågan om inspektionens särskilda tillsyn och ingripanden m.m.

5.8 Finansinspektionens tillstånd, särskilda tillsyn och ingripanden m. m.

Promemorians förslag: Finansinspektionens tillstånd krävs för att en svensk bank eller ett svenskt kreditmarknadsföretag skall få ge ut säkerställda obligationer. Tillstånd kan beviljas endast om institutet redovisar att inte någon borgenär efter en emission kommer ställas i sämre läge än om emissionen inte ägt rum.

Finansinspektionen skall utöva särskild tillsyn över att svenska institut som ger ut säkerställda obligationer iakttar bestämmelserna i den föreslagna lagen.

Om värdet av säkerhetsmassan enligt Finansinspektionen inte är så högt att säkerhetsmassan överstiger obligationsinnehavarnas fordringar, får inspektionen förelägga institutet att inom viss tid utöka säkerhetsmassan så att övervikt uppnås.

Vid konkurs i ett emittentinstitut skall det särskilt förordnade allmänna ombudet se till att obligationsinnehavarna kommer i åtnjutande av lagstadgad förmånsrätt i säkerhetsmassan.

Regelsystemet skall införas i en särskild lag. Obligationerna skall ges en särskild och skyddad benämning, säkerställda obligationer.

Institut som emitterar säkerställda obligationer skall med årliga avgifter bekosta Finansinspektionens tillsyn enligt de närmare föreskrifter som regeringen föreskriver.

Utredningens förslag överensstämmer i huvudsak med promemorians förslag. Utredningen har dock inte föreslagit att banker skall få ge ut säkerställda obligationer. Vidare har inte behandlats frågorna om instituten skall kunna föreläggas att utöka säkerhetsmassan eller om att det allmänna ombudet som utses om en bank eller ett kreditmarknadsföretag försätts i konkurs skall tillvarata obligationsinnehavarnas rätt. I betänkandet har förslagits att lagreglerna om säkerställda obligationer skall inrymmas i

lagen om finansieringsverksamhet. Frågan om obligationerna skall benämnas med en speciell term har berörts i betänkandet men utredaren har avstått från att föreslå en sådan term.

Remissinstanserna: *Finansbolagens förening*, som avstyrker förslaget i dess helhet, har anfört att Finansinspektionen bör ha skyldighet att återkalla tillståndet att ge ut obligationerna om instituten inte löpande uppfyller villkoren för dess utgivande. *Svenska Bankföreningen* och *Sveriges Bostadsrätters Centralorganisation (SBC)* har föreslagit att obligationerna bör ges en särskild benämning. Bankföreningen har föreslagit termen, Säkerställda bostadslåneinstrument (SBI), och anfört att denna kan användas även när de upplånade medlen används för lån till kommuner.

Skälen för promemorians förslag

Tillståndsplikt för svenska banker och kreditmarknadsföretag

Enligt de aktuella EG-direktiven kan säkerställda obligationer ges ut av ett kreditinstitut med säte i ett medlemsland. Definitionen av kreditinstitut finns i Europaparlamentets och rådets direktiv 2000/12/EG om rätten att starta och driva verksamhet i kreditinstitut (kreditinstitutsdirektivet). Där framgår att ett kreditinstitut är ett företag vars verksamhet består i att från allmänheten ta emot insättningar och andra återbetalbara medel och att bevilja krediter för egen räkning. Härav följer att av svenska företag uppfyller endast banker och kreditmarknadsföretag kraven på institut som kan ge ut säkerställda obligationer. I promemorian lämnas förslag på att emittentinstitutet skall kunna bedriva även annan verksamhet än sådan som endast är kopplad till ett system med säkerställda obligationer. Med en sådan funktionell inriktning ligger det i sakens natur att även banker skall få emittera säkerställda obligationer. Även banker bör således omfattas av regleringen.

Bankers och kreditmarknadsföretags tillstånd omfattar normalt att instituten får såväl lämna kredit mot pant i fast egendom som låna upp medel genom att ge ut obligationer och andra jämförbara skuldförbindelser. EG-direktiven kräver inte att ett särskilt offentligt tillstånd skall finnas för att ett institut skall få emittera säkerställda obligationer. Mot den bakgrunden kan det synas omotiverat att kräva att instituten skall ha fått Finansinspektionens tillstånd för att emittera sådana obligationer. För att obligationerna skall uppfylla EG-rättens kriterier måste det dock genom lag föreskrivas att instituten står under särskild offentlig tillsyn och att obligationsinnehavarna har förmånsrätt i viss säkerhetsmassa. Ett system med säkerställda obligationer ställer också högre krav på emittentinstitut ifråga om bl.a. belåningsgrader och värderingsregler. Därtill kommer att instituten måste bygga upp tämligen avancerade system för kontroll av matchning etc. Dessa omständigheter talar för att instituten inte bör få ge ut säkerställda obligationer innan Finansinspektionen lämnat särskilt tillstånd till det.

För att tillstånd skall kunna beviljas krävs att befintliga instituts tillstånd att driva bankverksamhet eller finansieringsverksamhet omfattar rätt att ge ut sådana obligationer och att lämna sådana krediter som omfattas av de nu föreslagna lagen om säkerställda obligationer. Om Finansinspektionen skulle ha meddelat närmare föreskrifter om institutens verksamhet och verksamheten på grund av detta inte får omfatta sådan kreditgivning som är förenad med emittering av säkerställda obligationer kan institutet inte ges tillstånd att ge ut obligationerna. Detsamma gäller om institutens bolagsordningar förhindrar verksamhet enligt denna lag. Det bör dock inte krävas att institutet eller banken redan tidigare faktiskt bedrivit finansieringsverksamhet. Tillstånd att bedriva finansieringsverksamhet och tillstånd att ge ut säkerställda obligationer bör alltså kunna sökas samtidigt.

Banker och kreditinstitut i ett land inom EES som har tillstånd i hemlandet att driva bankrörelse eller finansieringsverksamhet

har enligt principen om enda auktorisation i kreditinstitutsdirektivet rätt att utan särskilt tillstånd upprätta filial här i landet eller från sitt hemland erbjuda och tillhandahålla tjänster i Sverige (1 kap. 4 och 5 §§ bankrörelselagen [1987:617] och 2 kap. 8 och 9 §§ i lagen [1992:1610] om finansieringsverksamhet). De har samma rätt som svenska banker och kreditmarknadsföretag att lämna krediter och låna upp medel genom att ge ut obligationer. Det finns därför inget som hindrar dem att emittera obligationer som uppfyller EG-direktivens krav eller att bevilja krediter som ingår i ett system med sådana obligationer i hemlandet. Det saknas därför anledning att föreskriva att dessa institut måste ha Finansinspektionens tillstånd för att ge ut säkerställda obligationer i Sverige.

En annan princip i EG:s regelverk avseende finansiella tjänster är att verksamheten skall – oavsett var den bedrivs inom gemenskapen – i princip stå under hemlandstillsyn, dvs. hemlandets myndigheter skall ha huvudansvaret för övervakning av filialer etablerade i andra medlemsländer. Bestämmelserna om ömsesidigt erkännande och hemlandstillsyn förutsätter i princip att varje medlemsland godtar övriga medlemsländers rörelseregler och att hemländernas myndigheter ansvarar för tillsynen över institutens verksamhet i andra länder. Utgångspunkten är därför att hemlandets lagstiftning blir gällande för verksamhet som bedrivs här och att verksamheten omfattas av hemlandets tillsyn. I princip bör i Sverige verksamma utländska institut endast omfattas av sådana regler som här har utfärdats till skydd för insättare, konsumenter och betalningssystemet som sådant (se t. ex. prop. 1992/93:89 s. 129). Den verksamhet som primärt ligger till grund för ett system med säkerställda obligationer, dvs. upplåning genom emission av obligationerna och beviljande av vissa typer av krediter, är som sådan inte förenad med några särskilda skyddsbehov av nämnt slag. Några särskilda rörelse-, tillsyns- eller sanktionsregler från svenskt håll mot institut från andra EES-länder som emitterar obligationer eller beviljar krediter i

Sverige behövs därför inte. De svenska reglerna om säkerställda obligationer kommer alltså inte till någon del att omfatta säkerställda obligationer som utländska institut från EES-länder ger ut i Sverige.

För klarhets skull bör nämnas att reglerna om hemlandstillsyn och enda auktorisation inte är tillämpliga på ett utländskt kreditinstituts dotterföretag i Sverige. Sådana företag regleras i princip helt och hållet av svensk lagstiftning. Om ett utländskt kreditinstitut upprättar ett dotterbolag i Sverige som emitterar säkerställda obligationer gäller lagen om säkerställda obligationer för det institutet, varvid det även krävs samma tillstånd som för en svensk bank eller kreditmarknadsföretag.

Kreditinstitut hemmahörande utanför EES-området kan möjligen ge ut obligationer med de egenskaper som anges i EG-direktiven. Detta förutsätter att hemlandet lagstiftat om särskild tillsyn, matchning och förmånsrätt för obligationsinnehavarna. De obligationer som avses i direktiven kan dock som nämnts endast ges ut av ett institut hemmahörande i en medlemsstat. Även om institut som hör hemma utanför EES skulle få omfattas av särskild tillsyn från Finansinspektionen kan institutets obligationer alltså inte uppfylla EG-rättens kriterier på säkerställda obligationer. Med hänsyn till detta och till att kreditgivningen och emitteringen av obligationer inte i sig föranleder någon strängare tillsyn eller reglering än normalt, saknas det anledning att låta institut utanför EES omfattas av bestämmelserna i denna lag.

Säkerställande av befintliga borgenärens ställning en förutsättning för tillstånd

I lånevillkoren vid institutens utgivning av obligationer har i stor utsträckning förekommit s.k. *negativklausuler*. Innebörden av dessa är att institutet förbinder sig att inte ställa säkerhet för något annat lån utan att först se till att det aktuella lånet säkerställs på samma villkor. Syftet är att garantera att obligationsinnehavarnas möjligheter till betalning inte skall försämrats

genom att säkerheter ställs för kommande förbindelser från institutets sida. Befintliga negativklausuler utgör alltså ett avtalsrättsligt hinder mot emittering av säkerställda obligationer. För att komma till rätta med detta bör Finansinspektionen under vissa förutsättningar kunna medge att tidigare utgivna obligationer och lämnade krediter skall få omfattas av reglerna i lagen om säkerställa obligationer (se avsnitt 5.2.5).

Emellertid riskerar även andra befintliga fordringsägare än obligationsinnehavare att få en försvagad ställning vid institutens emission av säkerställda obligationer. Detta gäller i synnerhet om det redan finns obligationsinnehavare som "retroaktivt" får ta del av den förmånsrätt som ingår i systemet. Det är givetvis inte acceptabelt att införa en lagstiftning som försvagar de övriga borgenärernas ställning. Det bör därför krävas att instituten på ett lämpligt sätt säkerställer dessa borgenärers ställning innan instituten får tillstånd att ge ut säkerställda obligationer – på så sätt att instituten visar att de har förmåga att täcka eventuella övriga utestående fordringar, som exempelvis leverantörsfordringar. Om det visar sig att speciella avtalsvillkor finns för dessa fordringar måste institutet redovisa hur frågan skall lösas på ett för fordringsägarna betryggande sätt. I syfte att ytterligare försäkra att borgenärernas ställning inte försämras bör en sådan redovisning lämpligen även bekräftas av institutets revisorer.

Vissa särskilda tillsyns- och sanktionsregler

De institut som kan ges tillstånd att emittera säkerställda obligationer, svenska banker och kreditmarknadsföretag, omfattas av bankrörelselagen (1987:617) respektive lagen (1992:1610) om finansieringsverksamhet. I dessa lagar finns regler om bl. a. vilken tillsyn Finansinspektionen skall utöva och vilka ingripanden inspektionen får göra mot institut som på olika sätt missköter sig. Tillsynsreglerna innebär bl. a. att institutet skall lämna inspektionen de upplysningar som begärs och att inspektionen får genomföra undersökning hos institutet när det anses nödvändigt. Enligt föreskrifterna om ingripanden får

Finansinspektionen bl.a. under vissa förhållanden förbjuda verkställighet av ett beslut, meddela varning eller återkalla institutens tillstånd att driva den tillståndspliktiga verksamheten (se 7 kap. bankrörelselagen samt 5 kap. lagen om finansieringsverksamhet).

De nämnda reglerna kan i stor utsträckning tillämpas även på den verksamhet som bedrivs enligt lagen om säkerställda obligationer. För institut som emitterar säkerställda obligationer bör det emellertid införas vissa tillsyns- och sanktionsregler som saknar motsvarighet i de två tidigare nämnda lagarna. Som tidigare berörts kräver de aktuella EG-direktiven att det i lag skall föreskrivas en *särskild offentlig tillsyn* som syftar till att skydda innehavarna av de säkerställda obligationerna. Det är således inte tillräckligt att instituten är underkastade tillsynsreglerna i bankrörelselagen eller lagen om finansieringsverksamhet. Eftersom skyddet av obligationsinnehavarnas ställning är ett grundläggande syfte med lagen behöver det dock av lagtexten endast framgå att Finansinspektionen skall utöva tillsyn över att instituten efterföljer lagens regler.

Som anförts på flera ställen är matchning mellan säkerhetsmassan och de utestående säkerställda obligationerna ett viktigt kriterium på säkerställda obligationer och av central betydelse för systemets säkerhet. I Finansinspektionens tillsynsuppgift ingår att tillse att balansprincipen upprätthålls och att registren förs på ett säkert sätt. Utländska lagstiftare har använt olika metoder för att ytterligare försäkra sig om att balansprincipen upprätthålls (se avsnitt 3.6). I Tyskland skall en självständig förvaltare se till att tillräcklig säkerhetsmassa finns vid varje tillfälle. Endast med dennes tillstånd kan säkerheter i fastigheter föras ur registret och förvaltaren måste intyga att säkerheten existerar och har införts i registret innan emission av obligationer kan ske. Denna metod ter sig något främmande för svenska förhållanden och är dessutom sannolikt relativt kostsam. (Som nämnts i avsnitt 5.6 föreslår vi dock att institutens skall utse en registeransvarig.) I Finland gäller i stället att tillsynsmyndigheten skall förelägga hypoteksbankerna att inom viss tid utöka de lagliga säkerheterna för det fall

matchningsprincipen inte upprätthålls. Om banken inte gör det skall inspektionen göra en framställan om återkallelse av tillståndet. Det finns goda skäl att även i Sverige ge Finansinspektionen befogenhet att förelägga instituten att komplettera säkerhetsmassan. Om instituten inte följer inspektionens föreläggande bör detta – med stöd av sanktionsreglerna i bankrörelselagen och lagen om finansieringsverksamhet – kunna leda till att varning meddelas eller att tillståndet återkallas.

När en bank eller ett kreditmarknadsföretag försätts i konkurs skall Finansinspektionen förordna ett *allmänt ombud*. Detta ombud skall som konkursförvaltare delta i konkursboets förvaltning tillsammans med de förvaltare som utses enligt konkurslagen (7 kap. 26 § bankrörelselagen och 5 kap. 8 § lagen om finansieringsverksamhet). Motsvarande regel finns för försäkringsföretag. Vid konkurs i ett sådant skall ombudet dessutom särskilt se till att försäkringstagare kommer i åtnjutande av den förmånsrätt som följer med försäkringsavtalen (14 kap. 21 och 24 §§ försäkringsrörelselagen [1982:713]). Det är lämpligt att införa en sådan regel även för banker och kreditmarknadsföretag som ger ut säkerställda obligationer. Ombudets uppgift torde här främst bli att övervaka att säkerheterna sköts och realiserats på ett lämpligt sätt och att obligationsinnehavarna får betalning i enlighet med kontraktsvillkoren och konkurslagens möjligheter till förskottsbetalning.

Särskild lag och särskild beteckning för de säkerställda obligationerna

I betänkandet föreslås att reglerna om säkerställda obligationer skall införas i lagen om finansieringsverksamhet. Motiveringen är att det är värdefullt att ha reglerna för finansiella företag samlade i en lag. Bolagen skall i stället profilera sig i sina bolagsordningar och inte behöva stöd av särreglering som gör det legala regelverket mer komplext. Vi anser emellertid att regleringen bör ske i en *särskild lag*. En särreglering kan visserligen anses strida mot

målsättningen att begränsa och renodla lagstiftningen på det finansiella området. I den mån reformen utgör ett avsteg från tidigare strävanden i lagstiftningen sker detta i första hand genom att en särskild form av finansiellt instrument införs. Frågan om detta skall ske i separat lag eller inte har i sammanhanget mindre betydelse. En fristående lagstiftning har ett pedagogiskt värde och ett symbolvärde, inte minst i förhållande till utländska investerare och värderare. Om de aktuella reglerna införs i lagen om finansieringsverksamhet riskerar den lagen dessutom att bli mindre överskådlig. Den nya lagen bör endast innehålla de föreskrifter som specifikt sammanhänger med verksamhet inom ramen för ett system med säkerställda obligationer. Eftersom emittenterna är svenska banker eller kreditmarknadsföretag kommer tillämpliga regler i bankrörelselagen och lagen om finansieringsverksamhet i övrigt att gälla.

Utredaren har berört frågan om en *särskild beteckning* bör användas för de aktuella obligationerna. Utredaren fann dock att skuldförbindelserna i praktiken kommer vara av olika slag, med olika beteckningar och att något homogent begrepp är svårt att finna. Det är emellertid uppenbart att en särskild term skulle dels förstärka intrycket av att det rör sig om en särskild typ av skuldförbindelse, dels underlätta den praktiska hanteringen och spridandet av information om obligationerna. Dessa synpunkter delas av flera remissinstanser, däribland Svenska Bankföreningen och Sveriges Bostadsrättsföreningars Centralorganisation. Föreningen har föreslagit termen säkerställda bostadslåneinstrument (SBI) och anført att denna kan användas även när de upplånade medlen används för lån till kommuner. Övervägande skäl talar dock för beteckningen säkerställda obligationer. Ordet bolåneinstrument bör undvikas eftersom systemet enligt förslaget även skall omfatta obligationer och certifikat som säkerställs med krediter som lämnats utan säkerhet till vissa särskilt säkra låntagare, bl.a. svenska staten och svenska kommuner. Vidare är det konkreta och välbekanta uttrycket obligationer att föredra framför den mer anonyma och generella

termen låneinstrument. I lagen bör dock givetvis framgå att obligationerna även omfattar instrument som omsätts på penningmarknaden, dvs. certifikat och motsvarande instrument. I syfte att skydda den hallstämpel som dessa obligationer kommer att ha bör vidare föreskrivas att benämningen endast får användas för sådana obligationer och jämförbara skuldförbindelser som omfattas av lagen.

Tillsynsavgifter

Den särskilda tillsynen medför ökade kostnader för Finansinspektionen. Det bör ankomma på institut som emitterar säkerställda obligationer att bekosta denna särskilda tillsyn. I likhet med vad som gäller ifråga om den tillsyn som emittentinstituten omfattas av i egenskap av banker eller kreditmarknadsföretag bör tillsynsavgifter utgå enligt närmare föreskrifter som regeringen föreskriver.

6 Särskilda regler om soliditet och enhandsengagemang

Promemorians bedömning: Möjligheten enligt EG:s kreditinstitutsdirektiv att tillämpa en riskvikt på 10 procent för sådana obligationer som omfattas av artikel 22.4 i EG:s UCITS-direktiv (säkerställda obligationer) vid beräkning av kapitaltäckningskrav och möjligheten enligt samma direktiv att undanta sådana obligationer från begränsningarna av stora exponeringar bör inte införas för svenska kreditinstitut och värdepappersbolag.

Promemorians förslag: Möjligheten enligt tredje generationen av EG:s liv- respektive skadeförsäkringsdirektiv att tillämpa en högre gräns för enhandsengagemang för innehav av sådana obligationer som omfattas av artikel 22.4 i direktiven skall utnyttjas. Gränsen för svenska försäkringsföretags enhandsengagemang för sådana värdepapper höjs till 25 procent av de försäkringstekniska avsättningarna. Den bestämmelse i lagen (1990:114) om värdepappersfonder varigenom artikel 22.4 i UCITS-direktivet genomförts ges en utförligare och tydligare lydelse.

Utredningens förslag: Utredningen har inte berört frågorna om möjligheterna enligt EG:s kreditinstitutsdirektiv (2000/12/EG) att riskvikta säkerställda obligationer till 10 procent och att undanta dessa obligationer från begränsningarna av stora exponeringar bör införas i svensk rätt. I fråga om försäkringsföretagens enhandsengagemang skiljer sig

utredningens förslag från promemorians på det sättet att utredningen har föreslagit att försäkringsföretagen skall få placera medel som motsvarar upp till 40 procent av de försäkringstekniska avsättningarna i säkerställda obligationer. Även utredningen har föreslagit att 19 § lagen om värdepappersfonder skall få en ny lydelse.

Remissinstanserna: Remissinstanserna har överlag ansett att en höjning av gränsen för försäkringsföretagens enhandsengagemang är önskvärd. *Sveriges Försäkringsförbund* har härvid anfört att en högre nivå har visat sig vara befogad med den koncentration på marknaden som de senaste sammanslagningarna av institut inneburit och som kan väntas öka ytterligare om AP-fondens roll som stor aktör förändras. En rad remissinstanser, däribland *Finansinspektionen*, *Konkurrensverket*, *Uppsala universitet* och *Allmänna pensionsfondens första-tredje fondstyrelser*, har ansett att utrymmet bör utökas men att en höjning till 40 procent är alltför hög med hänsyn till diversifieringsprincipen. Finansinspektionen har föreslagit att placeringsnivån skall höjas till 25 procent. Vissa instanser, däribland *Villaägarnas riksförbund* och *SBAB*, har ansett en utvidgning av ramen för enhandsplaceringar är olämplig från säkerhetssynpunkt.

Skälen för promemorians bedömning och förslag: I avsnitt 3.4 har kort redogjorts för innebörden i EG:s regler om kapitaltäckning för kreditinstitut och värdepappersföretag. Av denna beskrivning framgår bl. a. att olika tillgångar riskviktas med hänsyn till hur riskfyllda de anses vara. Placeringarna indelas i riskklasser och multipliceras med någon av vikterna 0 (lågrisk), 20 (låg/medelrisk), 50 (medelrisk) eller 100 (högrisk) procent. Kreditinstitut och värdepappersbolag som innehar obligationer emitterade av ett kreditinstitut skall kapitaltäckta den fordran de har på institutet på grund av obligationsinnehavet. Placeringar i sådana obligationer viktas enligt EG:s kreditinstitutsdirektiv till 20 procent, i likhet med övriga typer av fordringar på andra kreditinstitut. Enligt artikel 65.2 i kreditinstitutsdirektivet (tidigare artikel 11.2 i EG:s solvensdirektiv, 89/299/EEG), som

avser en övergångsperiod mellan den 1 januari 1993 och den 1 januari 1998, fick dock sådana obligationer som omfattas av artikel 22.4 i EG:s UCITS-direktiv riskviktas till 10 procent om en medlemsstat ansåg att detta var nödvändigt för att undvika allvarliga störningar i sina marknader. Sådana undantag skulle rapporteras till kommissionen. Trots att övergångsperioden löpt ut finns 10-procentig riskviktning i Tyskland, Danmark, Spanien, Frankrike, Luxemburg, Finland, Österrike, Grekland, Belgien och Nederländerna. Därtill är Irland i färd med att införa denna riskviktning. För kreditinstitut och värdepappersbolag i dessa länder ger således placeringar i säkerställda obligationer ett lägre kapitaltäckningskrav än placeringar i andra obligationer som emitterats av kreditinstitut.

EG-rättens kapitaltäckningsregler har införlivats i svensk rätt genom lagen (1994:2004) om kapitaltäckning och stora exponeringar för kreditinstitut och värdepappersbolag. I enlighet med huvudregeln i kreditinstitutsdirektivet riskviktas placeringar i säkerställda obligationer till 20 procent. I svensk rätt har således inte införts den riskvikt om 10 procent som regleras i övergångsregeln i artikel 65.2 i samma direktiv.

Det kan hävdas att kreditinstitut och värdepappersbolag samt emittenter av obligationer motsvarande säkerställda obligationer i de nämnda länderna får en fördel jämfört med sina svenska motsvarigheter, om inte den 10-procentiga riskviktningen för säkerställda obligationer införs även i Sverige. Ett sänkt kapitaltäckningskrav skulle vidare möjligen öka de säkerställda obligationernas attraktionskraft, vilket kan leda till en större och likvidare marknad. Ett införande av en lägre riskviktning strider dock mot den entydiga lydelsen av undantagsbestämmelsen i kreditinstitutsdirektivet. Trots att övriga länder har behållit eller infört undantaget talar därför allmänna rättssäkerhetsprinciper mot ett införlivande här. Som nämnts pågår inom EU, liksom övrigt internationellt, ett omfattande arbete med att revidera kapitaltäckningsreglerna och EG-kommissionen har (i det andra konsultationsdokumentet från feb -01, MARKT/1000/01) före-

slagit att regeln om 10 procents riskvikt skall bli permanent. Det kan därför senare åter bli aktuellt att behandla frågan.

Tilläggas kan att den kapitaltäckning som emittentinstitutet åläggs, dvs. kapitaltäckning av kreditstocken, inte påverkas av att institutet emitterar säkerställda obligationer. Det finns därför inte heller anledning att införa några nya regler om kapitaltäckning för emittentinstituten.

EG-direktivens regler om begränsningar av finansiella instituts stora exponeringar/enhandsengagemang har genomförts i svensk rätt (se avsnitt 3.4 och 3.7). För kreditinstitut och värdepappersbolag finns inga särbestämmelser för säkerställda obligationer i bestämmelserna om stora exponeringar. Sälunda föreskriver de svenska bestämmelserna, i överensstämmelse med kreditinstitutsdirektivet, att värdet av ett instituts exponering gentemot en kund eller en grupp av kunder med inbördes anknytning inte får överstiga 25 procent av institutets kapitalbas. Emellertid finns ett undantag i direktivet (artikel 49.7 [1]) för sådana obligationer som omfattas av artikel 22.4 i EG:s UCITS-direktiv. Undantaget tillåter medlemsstaterna att helt eller delvis bortse från placeringar i sådana obligationer när det gäller att beräkna institutens exponeringar. Någon motsvarande regel har inte införts i Sverige. Finansinspektionen har bestämt att innehav av bl.a. bostadsobligationer utgivna av svenska och vissa utländska kreditinstitut endast behöver tas upp till 50 procent av sitt värde vid beräkningen av exponeringarnas storlek, om obligationerna har en återstående löptid av mer än tre år och är föremål för daglig handel på kapitalmarknaden. Under vissa förutsättningar får obligationerna i stället tas upp med 20 procent av sitt värde, oavsett löptid (se avsnitt 3.7).

Om undantagsregeln i artikel 49.7 l i kreditinstitutsdirektivet skulle införlivas i svensk rätt och säkerställda obligationer helt undantas från exponeringsbegränsningarna skulle kreditinstitut och värdepappersbolag i princip få obegränsade möjligheter att investera i säkerställda obligationer. De stora bolåneinstituterna är dotterbolag till de dominerande bankerna och dessa förvärvar i princip endast de egna institutens obligationer. Enligt reglerna

om gruppbaserad redovisning för finansiella företagsgrupper finns det inga begränsningar när det gäller hur stora exponeringar en moderbank kan ha gentemot ett dotterbolag som är bolåneinstitut. Moderbankernas möjligheter att investera skulle alltså inte förändras av att den nämna undantagsregeln infördes. Det har heller inte framkommit att det finns något behov av att utvidga möjligheterna för andra kreditinstitut samt värdepappersbolag att placera medel i säkerställda obligationer.

Att helt undanta säkerställda obligationer från de poster som skall räknas in vid bestämmandet av ett instituts stora exponeringar skulle riskera att strida mot principen om att finansiella institut skall ha en väldiversifierad placeringsportfölj. Det saknas därför skäl att införa denna undantagsregel i svensk rätt. I sammanhanget bör uppmärksammas att Finansinspektionen har bemyndigats att föreskriva att även andra poster än de som direkt är undantagna i kapitaltäckningslagen skall undantas vid bestämmandet av ett instituts exponeringar (se avsnitt 3.7).

EG:s regler om enhandsengagemang för försäkringsföretag finns i de tredje skade- och livförsäkringsdirektiven (92/49/EEG och 92/96/EEG). Dessa bestämmelser har införts i försäkringsrörelselagen (1982:713). I enlighet med vad som gäller enligt direktiven får obligationer från samma emittent eller låntagare såsom huvudregel motsvara högst fem procent av skuldtäckningsbeloppet. Om obligationerna getts ut av ett kreditinstitut (även utländska), vilket är fallet i fråga om bostadsobligationer, får obligationerna dock motsvara 10 procent av skuldtäckningsbeloppet. De sammanlagda innehaven av sådana obligationer får inte överstiga 40 procent av skuldtäckningsbeloppet (7 kap. 10 c § försäkringsrörelselagen). Enligt en undantagsregel i EG-direktiven får medlemsländerna tillåta att enhandsengagemang i säkerställda obligationer uppgår till 40 procent. Någon sådan regel finns inte i svensk lagstiftning.

Frågan om undantagsregeln för säkerställda obligationer skall införas i svensk rätt har diskuterats vid flera tillfällen. Frågan behandlades först i departementspromemorian Placeringsregler för försäkringsbolag (Ds 1993:57). Utredarens slutsats var här

att undantagsregeln inte bör införas eftersom den ansågs strida mot försäkringstagarnas intresse. Så stora enhandsengagemang (40 procent) ansågs knappast kunna ingå i en väldiversifierad portfölj. Något förslag om införande av undantagsregeln lämnades följaktligen inte. I propositionen Genomförande av EG:s tredje skade- respektive livförsäkringsdirektiv (prop. 1994/95:184 s. 189) konstaterade regeringen att Sverige inte har kreditinstitut som uppfyller undantagsregelns krav om särskild tillsyn eller särskild förmånsrätt och att det därför redan av formella skäl saknas möjligheter att införliva undantagsregeln i svensk rätt. I betänkandet Säkrare obligationer ansåg däremot utredaren att det inte hade framkommit några skäl att frångå den gräns på 40 procent som medges i direktiven (s. 135). Om de institut som ger ut säkerställda obligationer enligt lag har de skyldigheter som anges i direktiven borde det, menade utredaren, inte vara förenat med någon ytterligare risk om placering sker i säkerställda obligationer. Utredaren hänvisade också till att de grundläggande principerna om lämplig matchning och diversifiering gäller oberoende av detaljerade gränsvärden för enhandsengagemang och menade att detta motverkade alltför riskabla placeringar.

Remissinstanserna har överlag ansett att en höjning av gränsen för enhandsengagemangen är önskvärd, men att en höjning till 40 procent är alltför hög med hänsyn till den riskspridning som bör finnas. Regeringen har genom ett direktiv (Dir. 2000:15) uppdragit åt en särskild utredare att göra en översyn av de näringsrättsliga reglerna för försäkringsbolag som rör försäkringstekniska avsättningar och placeringar av tillgångar. Frågan om gränsen för enhandsengagemang skall höjas och, i så fall i vilken utsträckning, innehåller en rad komplicerade spørsmål och förutsätter en omsorgsfull och bred analys. Frågan bör därför i första hand analyseras inom ramen för den nämnda utredningen. Det finns dock anledning, med hänvisning till de skäl som anförts i betänkandet Säkrare obligationer och till remissinstansernas synpunkter, att redan nu genomföra en viss höjning av gränsen för enhandsengagemang.

I sammanhanget kan erinras om att enhandsreglerna endast avser den del av försäkringsföretagens tillgångar som motsvarar företagets försäkringstekniska avsättningar. Dessa omfattar ca 75 procent av skadeförsäkringsföretagens samlade tillgångar. Motsvarande andel för livförsäkringsbolagen är 50–60 procent. Företagen har alltså betydande tillgångar utöver de medel som omfattas av skuldtäckningen. Detta förstärker bilden av att instituten är stabila. Gränsen för största enhandsengagemangen bör redan nu lämpligen höjas till 25 procent – ett ställningstagande som stöds av Finansinspektionen.

Enligt det s.k. UCITS-direktivet (85/611/EEG) får fondföretag investera högst fem procent av tillgångarna i värdepapper med samma utgivare. Genom ett ändringsdirektiv till UCITS-direktivet infördes ett undantag för innehav av säkerställda obligationer vilket gav medlemsländerna rätt att höja gränsen för enhandsengagemang till 25 procent (se avsnitt 3.4). UCITS-direktivet, inklusive den nämnda ändringen, har införlivats i svensk rätt genom lagen (1990:1114) om värdepappersfonder. I 19 § i den lagen föreskrivs bl. a. att det i en värdepappersfond får ingå obligationer till högst 25 procent av fondens värde ”om de består av obligationer utfärdade av ett kreditinstitut som har säte i ett land inom EES och som enligt lag är underkastat särskild offentlig tillsyn avsedd att skydda innehavare av institutets obligationer”. I lagtexten har alltså inte uttryckligen angetts rekvisiten om förmånsrätt för obligationsinnehavarna samt om matchning mellan obligationsinnehavarnas fordringar och institutens säkerhetsmassa som finns i artikel 22.4 i UCITS-direktivet (se avsnitt 5.4 och 5.5). Enligt förarbetena (prop. 1992/93:90 s. 72) innebär dock regeln en fullständig anpassning till tilläggsdirektivet.

Bestämmelsen i 19 § lagen om värdepappersfonder bör utformas så att det tydligare framgår att den innefattar sådana obligationer som avses i tilläggsdirektivet till UCITS-direktivet, dvs. säkerställda obligationer

7 Ekonomiska konsekvenser

Frågan om vilka ekonomiska konsekvenser förslaget får kan besvaras ur olika synvinklar.

När det gäller *bolåneinstitut* får den nya lagstiftningen på ett allmänt plan ses som en anpassning till den europeiska obligationsmarknaden för hypoteksinstitut. I Sverige finns sedan länge specialiserade hypoteksinstitut som i stor utsträckning finansierar sig genom obligationsupplåning. Den föreslagna lagstiftningen kan därför knappast antas medföra några genomgripande strukturella förändringar.

Finansieringskostnaderna kan förväntas bli en allt viktigare konkurrensfaktor i takt med att olika hinder för internationell konkurrens undanröjs. Institutet tvingas minska finansieringskostnaderna, bl. a. genom att utnyttja nya finansieringsformer. Säkerställda obligationer framstår i det sammanhanget som ett viktigt alternativ.

Det krävs också i högre grad än tidigare att instituten förvaltar sitt eget riskkapital på ett rationellt sätt, främst genom att utnyttja finansieringsformer som frigör eget kapital. Värdepapperisering utgör ofta en mycket god möjlighet till att minska det egna kapitalet. Även ett system med säkerställda obligationer kan dock, åtminstone på lite sikt, leda till att marknaden ställer lägre krav på eget kapital.

Internationellt pågår en utveckling mot diversifiering av investerarnas tillgångsportföljer. Samtidigt har utbudet av placeringsinstrument ökat. Exempelvis har marknaden för företagsobligationer vuxit kraftigt inom EMU-området under de sista åren. Konkurrensen om investerarnas kapital kan därför

sägas ha ökat. Marknaden för säkerställda obligationer har under senare år kommit att bli en av de viktigaste på den europeiska obligationsmarknaden. Med hänsyn till att en rad nya länder infört eller är i färd med att genomföra lagstiftning om säkerställda obligationer talar mycket för att denna marknad kommer att förstärkas ytterligare. Det är givetvis viktigt att även svenska emittenter skall kunna attrahera bredast tänkbara placeringar och konkurrera såväl nationellt som internationellt med ett så brett produktutbud som möjligt. Även i ljuset av detta är det angeläget att svenska emittenter skall kunna erbjuda säkerställda obligationer. Sammanfattningsvis förväntas den nya lagstiftningen innebära att svenska bostadsinstitut får en neutral konkurrenssituation och förbättrade möjligheter att minska finansieringskostnaderna. Detta framstår som angeläget inför de utsikter till ökad konkurrens över gränserna som på sikt kan förutses.

Den svenska *bolånemarknaden* har sedan länge präglats av en oligopolstruktur. Om den planerade sammanslagningen mellan Föreningsparbanken och SEB genomförs blir denna bild givetvis än mer tydlig. Senare års utveckling med etablering av nya internetbaserade aktörer och mer flexibla och kundpassade läneprodukter tyder på en hårdnande konkurrens. Det utländska inslaget är alltså marginellt men med en fortgående europeisk finansiell integration kan det förväntas öka. En svensk lagstiftning om säkerställda obligationer bör kunna bidra till att göra utländska aktörer mer förtrogna med den svenska marknaden både på utlånings- och placerarsidan, vilket kan skapa förutsättningar för en ökad utländsk etablering på den svenska marknaden. Den funktionella inriktningen på den föreslagna lagstiftningen möjliggör också i första hand för inhemska institut som i huvudsak verkar på andra marknader än bostadssektorn att emittera säkerställda obligationer. Några större förändringar kan dock inte förväntas inom den närmaste tiden. Bostadslänemarknaden gynnas av stordrift och väl utbyggda kontaktnät. Det är därför sannolikt att det i första hand är de stora svenska

instituten som kommer att kunna tillgodogöra sig den konkurrenskraftigare upplåning som lagstiftningen syftar till.

Ett system med säkerställda obligationer påverkar inte *låntagarnas ställning* gentemot bolåneinstituten. Bortsett från att belåningsgraderna för bottenlånen kommer att ligga något lägre än i dag kan man utgå från att kreditvillkoren inte nämnvärt förändras till följd av att krediterna omfattas av ett system med säkerställda obligationer. Låntagarnas huvudsakliga intresse är att erhålla lägsta möjliga låneräntor. Den tilltagande konkurrensen på kreditmarknaden medför sannolikt i hög grad att lägre totala finansieringskostnader för instituten kanaliseras vidare till konsumenterna i form av lägre utlåningsräntor. Även andra faktorer – såsom institutens kostnadseffektivitet och räntemarginalen – spelar dock in.

Emission av säkerställda obligationer i Europa har som tidigare noterats ofta inneburit hög rating och därmed låga upplåningsräntor. En rad faktorer beaktas vid ratinginstitutens bedömning. Det är den samlade bilden av bostadsinstitutens verksamhet, kreditportföljer och tillämplig lagstiftning som ligger till grund för investerarnas avkastningskrav. I vilken utsträckning de traditionella svenska bostadsinstituten kan tillgodogöra sig lägre upplåningsräntor med hjälp av den föreslagna lagstiftningen är därför svårt att närmare förutse (utredningen bedömde, s. 152, att räntorna kunde sänkas med någon tiondels procentenhet). Detta beror i hög grad på hur instituten väljer att anpassa sin verksamhet till den nya lagstiftningen. Här finns ett spelrum mellan en fullständig renodling av verksamheten och en mer blandad verksamhet. Hur bostadsinstituten närmare kommer att organisera verksamheten är oklart men det är troligt att instituten i ganska hög grad kommer att specialisera sig på upp- och utlåning genom ett system med säkerställda obligationer. Eftersom de privata bostadsinstituten ingår i större bankkoncerner bör instituten emellertid ha goda möjligheter att välja och fördela verksamheten på ett optimalt sätt.

Hur den samlade räntebilden för bolånekunderna, inklusive eventuell toppbeläning, kan komma att utvecklas beror i hög grad på den individuella situationen i instituten och hos kunderna. De snävare belåningsgrader som föreslås för säkerställda obligationer jämfört med nuvarande praxis bör generellt sett innebära en motsvarande ökande andel topplån. För bottenlånen, som ju svarar mot de säkerställda obligationerna, bör bolånekonsumenterna i princip kunna tillgodogöra sig lägre räntor medan topplån riskerar belastas med något högre räntor. Sammantaget bör detta – som noterats i avsnitt 4 – resultera i en viss sänkning av de totala räntekostnaderna. I slutänden är det emellertid främst konkurrensläget på obligations- och bolåne-marknaderna som avgör räntebilden. Mycket talar för att den föreslagna lagstiftningen skulle innebära möjligheter till bättre konkurrenskraft för svenska institut och till ökad konkurrens allmänt sett på dessa marknader.

Lagstiftningen innebär också att *försäkringsbolag och värdepappersfonder* (när det gäller svenska säkerställda obligationer) kommer att få möjligheter till ökade enhandsengagemang i säkerställda obligationer. I den utsträckning instituten utnyttjar denna möjlighet kan det synas innebära en viss ökad risk för försäkringstagare och sparare. Vid riskbedömningen skall dock beaktas att dessa blir säkrare än ordinära bostadsobligationer.

För *Finansinspektionen* innebär lagstiftningen extra tillsynsuppgifter m.m. Kostnaderna för inspektionens totala tillsynsverksamhet bestrids av instituten själva, men via statsbudgeten. Omfattningen av de tillkommande uppgifterna blir delvis beroende av antalet institut som önskar ge ut säkerställda obligationer. Avsikten är att frågan om i vilken utsträckning de nya uppgifterna också kräver ytterligare medel skall behandlas i samband med budgetpropositionen för år 2002.

En viktig fråga är den om vilken påverkan ett system med säkerställda obligationer har på *stabiliteten i det finansiella systemet*. De institut som kommer att emittera säkerställda obligationer underkastas striktare krav ifråga om belåningsgrader, värdering och matchning av tillgångar och skulder m.m. De är

dessutom föremål för särskild tillsyn. Detta talar allmänt för ökad transparens och stabilitet i verksamheten och för minskade kreditrisker. Som nämnts kan institut som tillämpat den särskilda lagstiftningen i enskilda fall komma att erhålla ett visst utrymme för lägre kapitaltäckning, vilket skulle kunna betraktas som en risk för minskad stabilitet. Nackdelen av en eventuellt minskad kapitaltäckning bör emellertid uppvägas av att förlustriskerna minskas. Det bör också framhållas att de internationellt bestämda kapitaltäckningsreglerna står inför delvis genomgripande förändringar varför den framtida kapitaltäckningen i bl.a. hypoteksinstituten i nuläget inte är möjlig att förutspå.

Säkerställda obligationer vänder sig till en marknad med bredare placerarkategorier där god likviditet och effektiv prisbildning kan förutses. Med ökat inslag av utländska placerare sprids också placerarnas kreditrisk på fler händer utanför Sverige. Detta bör bidra till ökad stabilitet i denna sektor.

Om stabiliteten snarast bedöms stärkas för den verksamhet som omfattas av säkerställda obligationer är det mindre tydligt att det också gäller för den totala marknaden för bostadsfinansiering, inklusive s.k. topplån. Generellt sett kommer samma totala säkerhetsmassa som tidigare stå till de olika kreditgivarnas förfogande. I den meningen sker inga förändringar ifråga om förlustrisker och stabilitet för kreditgivningen till bostadssektorn. I den mån lägre belåningsgrader inom systemet för säkerställda obligationer också leder till minskad belåning totalt sett av bostadskapitalet, skulle det kunna hävdas att förlustriskerna genomsnittligt borde minska för kreditgivarna till följd av att stabiliteten ökar i motsvarande mån.

8 Författningskommentar

8.1 Förslaget till lag om säkerställda obligationer

1 kap. 1 §

I paragrafen anges vad lagens bestämmelser omfattar.

1 kap. 2 §

Paragrafen innehåller definitioner av en rad begrepp som används i lagen. När det gäller begreppet säkerställda obligationer avses med "andra jämförbara skuldförbindelser" bl. a. instrument för upplåning på penningmarknaden genom certifikat och liknande instrument med en löptid som understiger 1 år. EES omfattar de nuvarande 15 EU-länderna (Belgien, Danmark, Finland, Frankrike, Grekland, Irland, Italien, Nederländerna, Luxemburg, Portugal, Spanien, Storbritannien, Sverige, Tyskland och Österrike) samt de länder som är medlemmar i EFTA (Norge, Island och Lichtenstein).

2 kap. 1 §

Bestämmelsen anger vilka krav som måste vara uppfyllda för att svenska banker och kreditmarknadsföretag skall kunna få tillstånd att ge ut säkerställda obligationer. Enligt *första punkten* fordras att bolagsordningen eller stadgarna inte strider mot denna lag eller någon annan författning. Det innebär bl.a. att bolagsordningarna eller stadgarna inte får hindra vare sig att institutet beviljar kredit som kan ingå i säkerhetsmassan eller att det emitterar obligationer i enlighet med denna lag. Motsvarande regel finns, liksom beträffande regeln i *andra punkten* om att verksamheten skall vara sund, i bankrörelselagen och lagen om finansieringsverksamhet (1 kap. 2 § och 9 kap. 3 § respektive 1 kap. 2 § och 2 kap. 1 §).

Kravet i *tredje punkten* om de tidigare borgenärernas ställning har behandlats i avsnitt 5.8. Att institutet skall "redovisa" att dess fordringsägare inte hamnar i en sämre situation i och med att institutet ger ut säkerställda obligationer innebär inte att instituten måste presentera en heltäckande redogörelse för varje fordran eller att det i detalj skall anges hur varje fordran skall behandlas. Om fordringarna är av ordinär karaktär bör det räcka att institutet visar att det har medel vid sidan om säkerhetsmassan som täcker fordringarna. Fordringar med i sammanhanget problematiska avtalsvillkor etc. bör dock presenteras särskilt och mer ingående.

2 kap. 2 §

Bestämmelsen har behandlats i avsnitt 5.2.5. *Första stycket* innebär att Finansinspektionen får medge att lagens bestämmelser tillämpas på sådana skuldförbindelser och krediter som institutet utfärdat respektive beviljat innan institutet fått tillstånd att ge ut säkerställda obligationer. Härigenom kommer innehavarna av dessa tidigare utgivna skuldförbindelser i åtnjutande av samma förmånsrätt som nya innehavare. Eventuella s.k. negativa klausuler som funnits i lånevillkoren för

den tidigare upplåningen utgör då inte längre någon stötesten för ett system med säkerställda obligationer.

I *andra stycket* preciseras de krav som ställs för att tidigare obligationer och krediter skall få omfattas av bestämmelserna om säkerställda obligationer. Av *första punkten* framgår att de tidigare obligationerna och krediterna måste uppfylla de krav som anges i denna lag. Det innebär bl.a. att de tidigare emitterade obligationerna skall omfattas av tillräcklig säkerhetsmassa och att denna skall ha de egenskaper som föreskrivs i lagen. Kravet i *andra punkten* avser främst att institutens låntagare har betalat ränta och amorteringar i enlighet med kreditvillkoren. Villkoret i *tredje punkten* innebär att instituten, innan de ansöker om tillstånd beträffande dessa äldre krediter, själva måste åtminstone översiktligt bedöma om säkerheterna håller samma värde som vid den senaste värderingen. Syftet är här att garantera att matchningen mellan tidigare skuldförbindelser och krediter skall vara rättvisande. Det är viktigt att värderingarna visar ett verkligt värde. Om kreditens nominella värde överstiger mer än 70 respektive 60 procent av den underliggande säkerhetens värde får inte hela kreditens kontraktsenliga värde utgöra säkerhet för obligationsinnehavarnas fordringar, utan endast så stor del som motsvarar 70 respektive 60 procent av säkerheternas värde (jfr kommentaren till 3 kap. 9 §). Alternativt kan instituten utnyttja sina möjligheter att förändra belåningsgraden för säkerheten. De legala möjligheterna att göra det påverkas dock inte av att krediterna skall omfattas av denna lag. Om matchning inte åstadkoms bör Finansinspektionen givetvis inte tillåta att dessa krediter medräknas i säkerhetsmassan.

2 kap. 3 §

Obligationer som omfattas av denna lag kommer generellt sett att betraktas som säkrare än andra typer av obligationer som banker och kreditmarknadsföretag kan ge ut. Det är därför av vikt att benämningen säkerställda obligationer endast används för dessa obligationer. I enlighet med detta föreskrivs i paragrafen att uttrycket endast får användas för de skuldförbindelser som omfattas av denna lag.

3 kap. 1–5 §§

Paragraferna innehåller bestämmelser om vilka typer av krediter och övriga tillgångar som får utgöra säkerhetsmassa för obligationsinnehavarnas fordringar. I avsnitt 5.2 har redogjorts för det närmare innehållet i bestämmelserna och motiven till reglerna.

3 kap. 6 §

Bestämmelsen har behandlats i avsnitt 5.3.

3 kap. 7 och 8 §§

Bestämmelserna har behandlats i avsnitt 5.3. Syftet med bestämmelserna är att säkerställa att de värderingar som ligger till grund för belåningen av säkerheterna inte är missvisande. I 7 § första stycket anges därför att det skall ske en individuell värdering, med vilket avses att varje säkerhet skall bedömas självständigt och separat. Det är alltså inte tillåtet att värdera säkerheten endast utifrån en jämförelse med andra mer eller mindre likartade objekt

3 kap. 9 §

Bestämmelsen har behandlats i avsnitt 5.4. För den typ av bolån som numera regelmässigt beviljas sker s.k. villkorsändring, varvid

villkoren i lånekontraktet – främst beträffande räntan – ändras utan att en ny kredit beviljas. Någon ny kreditprövning sker då alltså inte. Om det i samband med villkorsändring framkommer att den underliggande säkerhetens värde minskat så att relationen mellan denna och lånebeloppet avsevärt förändrats får inte längre hela kreditens kontraktsevenliga värde utgöra säkerhet för obligationsinnehavarnas fordringar. Av krediten får i så fall endast så mycket inräknas i säkerhetsmassan som motsvarar 70 respektive 60 procent av säkerheternas värde. Vad som avses med avsevärt förändrats kan inte fastslås generellt. Det rör sig främst om värdeminskningar som inte kan anses omfattas av en normal variation av marknadsvärdet utan som framstår som ovanligt stora. Bedömningen kan vara olika beroende på vilken typ av fastighet det gäller. Något högre avvikelser torde kunna godtas i fråga om fast egendom och tomträtt för affärs-, kontors- och jordbruksändamål än för bostadsändamål. En minskning upp till drygt 5 procentenheter torde utan vidare kunna godtas. När minskningen uppgår till runt 15 procentenheter kan man däremot utgå från att relationen förändrats avsevärt.

Följande exempel kan belysa vilka ställningstaganden som skall göras. När krediten lämnas uppgår krediten till 700 000 kr och säkerhetens värde, en bostadsfastighet, till 1000 000 kr. Löptiden är 30 år och räntebindningsperioden 2 år. När räntebindningsperioden gått ut, och det alltså skall ske en villkorsändring (åtminstone) avseende räntan, har fastighetens värde minskat till 800 000 kr. Om bolånet inte har amorterats utan fortfarande uppgår till 700 000 kr får den 20-procentiga värdeminskningen av bostadsfastigheten normalt anses medföra att relationen mellan den underliggande säkerhetens och kreditens värde har förändrats avsevärt. I ett sådant fall skall inte hela hypotekskreditens värde få inräknas i säkerhetsmassan utan endast så mycket som motsvarar 70 procent av den underliggande säkerhetens, bostadsfastighetens, värde dvs. 560 000 kr. Hela krediten skall dock utgöra säkerhet för obligationsinnehavarnas fordran. Trots att kreditens värde skall anses vara 560 000 kr skall även den del (240 000 kr) av kreditens

nominella värde (700 000 kr) som överstiger den underliggande säkerhetens aktuella värde (560 000 kr) ingå i säkerhetsmassan och omfattas av obligationsinnehavarnas förmånsrätt.

3 kap. 10 §

Bestämmelsen i *första stycket* manifesterar den s.k. matchningsprincipen, som har behandlats i avsnitt 5.4.

3 kap. 11 §

Bestämmelsen har behandlats i avsnitt 5.5.

Förmånsrätten uppkommer redan genom införandet i registren. Eftersom förmånsrätten är knuten till införandet i registren behöver de registerförda tillgångarna inte rent fysiskt förvaras avskilda från övriga tillgångar.

Endast egendom som enligt reglerna i denna lag får användas som säkerhetsmassa kan omfattas av förmånsrätten. Om andra typer av tillgångar införs i registret medför detta alltså inte att förmånsrätt uppkommer i dessa tillgångar.

3 kap. 12–16 § §

Bestämmelserna har behandlats i avsnitt 5.6.

I syfte att renodla och öka genomlysningen av säkerhetsmassan föreskrivs i 12 § att separata register skall finnas för offentliga krediter och hypotekskrediter samt för de obligationer som säkerställs av respektive säkerhetsmassa. Detta krav hör samman med stadgandet i 3 kap. 5 §, enligt vilken varje obligation endast får säkerställas med en av dessa kreditmassor. I 16 § ställs ett krav på att instituten skall utse en registeransvarig och att denne skall godkännas av Finansinspektionen. Vid den lämplighetsprövning som inspektionen skall företa bör beaktas att det torde krävas särskild kompetens för uppgiften. Att den registeransvarige skall inneha en högre befattning inom institutet är därför naturligt.

4 kap. 1–4 §§

Bestämmelserna i 1 § första stycket och 2–4 §§ har behandlats i avsnitt 5.7. Skälet till regeln i 1 § andra stycket är att EG:s s.k. UCITS-direktiv (artikel 22.4) föreskriver att medlemsstaterna skall informera EG-kommissionen om bl. a. vilka institut som emitterar säkerställda obligationer. Observeras bör att denna förteckning inte har något samband med bankregistret och de övriga register som för närvarande handhas av inspektionen men som skall föras över på Patent- och registreringsverket per den 1 januari 2002.

4 kap. 5 §

Beslut som Finansinspektionen fattar i tillståndsfrågorna i 2 kap. 2 och 3 §§ skall, på motsvarande sätt som gäller för liknande primära tillståndsbeslut enligt andra lagar på det finansiella området, kunna överklagas till kammarrätten. Besluten som berör fyllnadssäkerheterna och säkerheterna till hypotekskrediterna skall däremot överklagas till länsrätten. Endast det ansökande institutet skall kunna överklaga Finansinspektionens beslut enligt denna lag. När det gäller tillstånden enligt 2 kap. 1 och 2 §§ kan det möjligen tyckas att ett tillstånd medför så omfattande förändringar för bolåneinstitutets fordringsägare att även dessa bör få klaga på besluten. Till stöd för detta kunde anföras att vissa fordringsägare till aktiebolag som ansöker om tillstånd till fusion eller till nedsättning av sitt aktiekapital har möjligheter att överklaga sådana beslut. I detta fall är det dock inte fråga om byte av gäldenär – som för borgenärerna i det överlåtande bolaget vid fusion – eller om en faktiskt konstaterbar försämring av borgenärernas situation – som för borgenärer till ett bolag vars aktiekapital sätts ned. Bolåneinstitutets fordringsägare får därför anses ha ett fullgott skydd genom inspektionens prövning och genom att bolagets revisorer skall intyga att deras ställning inte kommer att

försämras. Ett liknande skydd har vid fusion borgenärerna i det övertagande bolaget, vars ställning liknar bolåneinstitutets fordringsägare i högre grad än de båda andra nyss nämnda borgenärskategorierna.

4 kap. 6 §

I denna paragraf har samlats de frågor beträffande vilka det överlämnats till regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, Finansinspektionen att lämna närmare föreskrifter som kompletterar lagstiftningen. I *första punkten* stadgas att det får meddelas närmare föreskrifter om vilken verksamhet ett emittentinstitut får bedriva enligt denna lag. Motsvarande regel finns i 2 kap. 1 § bankrörelselagen (1987:617) och 3 kap. 4 § lagen (1992:1610) om finansieringsverksamhet. Särskilda begränsningar synes i första hand kunna komma ifråga beträffande institutens kreditgivning. Begränsningar kan dock även vara motiverade när det gäller omfattningen och arten av den verksamhet instituten bedriver vid sidan av emission av säkerställda obligationer. Föreskrifter som utfärdas med stöd av paragrafen kan givetvis skifta från tid till annan beroende bl. a. på utvecklingen på bolåne- och obligationsmarknaderna.

Enligt *fjärde punkten* kan närmare föreskrifter meddelas bl.a. om hur värderingen av säkerhetsmassan skall gå till. De föreskrifter och allmänna råd om värdering av lånefordringar som inspektionen meddelat för årsredovisning i kreditinstitut och värdepappersbolag, FFFS 2000:18, synes i hög grad kunna användas som utgångspunkt för värdering även i detta sammanhang. Enligt föreskrifterna skall en fordran, så länge den inte bedöms vara osäker, löpande värderas till upplupet anskaffningsvärde beräknat enligt en på visst sätt angiven effektivräntemetod (4 kap. 8 och 12 §§). Andra värderingsmetoder gäller för osäkra fordringar. Med en osäker fordran avses en fordran för vilken det är sannolikt att betalningarna inte fullföljs enligt kontraktsvillkoren och för vilken det inte finns säkerhet som med betryggande marginal täcker lånet. En osäker fordran

skall värderas till det bedömda återvinningsvärdet enligt någon av alternativa värderingsmetoder, bl.a. utifrån säkerhetens verkliga värde (8 a och 8 b §§). Reglerna om att en fordran skall anses säker så länge den underliggande säkerheten täcker lånet med betryggande marginal och att fordran skall värderas enligt effektivräntemetoden synes kunna tillämpas även i ett system med säkerställda obligationer. Om vid villkorsändring relationen mellan säkerheten och lånebeloppet har förändrats avsevärt skall dock emittentinstitutet såsom säkerhet för obligationsinnehavarnas fordringar endast får räkna med så stor del av krediten som motsvarar 70 respektive 60 procent av den underliggande säkerhetens verkliga värde, se 3 kap. 9 §. Detta gäller oavsett vilken bedömning som görs av låntagarens förmåga att fullfölja betalningarna enligt låneavtalet.

Ikraftträdande- och övergångsbestämmelser

I första punkten föreslås att lagen skall träda i kraft den 1 juli 2002. Andra punkten har behandlats under avsnitt 5.2.5.

8.2 Förslaget till lag om ändring i förmånsrättslagen (1970:979)

4 b §

För att undantagsreglerna beträffande säkerställda obligationer i de aktuella EG-direktiven skall vara uppfyllda krävs i praktiken att obligationsinnehavarna skall ha en lagstadgad förmånsrätt. I förmånsrättslagen införs därför en ny paragraf, 4 b. Bestämmelsen har behandlas i avsnitt 5.5.

8.3 Förslaget till lag om ändring i försäkringsrörelselagen (1982:713)

7 kap. 10 c §

Ändringen i paragrafen har behandlats i avsnitt 6. Den innebär att det införs möjligheter för försäkringsföretag att ha större exponeringar än normalt beträffande skuldförbindelser som uppfyller kraven i den s.k. tredje generationens försäkringsdirektiv. I den nytillkomna femte punkten görs först en hänvisning till skuldförbindelser som getts ut i enlighet med lagen om säkerställda obligationer. Eftersom denna endast omfattar obligationer och jämförbara skuldförbindelser som ges ut av svenska emittenter föreskrivs därefter att samma enhandsengagemang får ske beträffande skuldförbindelser som emitterats av ett kreditinstitut med säte inom EES, om vissa angivna förutsättningar är uppfyllda. Dessa förutsättningar överensstämmer med kriterierna på säkerställda obligationer i artiklarna 22.4 i den tredje generationens försäkringsdirektiv.

8.4 Förslaget till lag om ändring i lagen (1990:1114) om värdepappersfonder

19 §

Ändringen har behandlats i avsnitt 6. Som där angetts kan fondbolag redan i dag placera 25 procent av en värdepappersfonds värde i skuldförbindelser som uppfyller kriterierna i artikel 22.4 i EG:s s.k. UCITS-direktiv. Den ändrade lydelsen föranleder alltså inte någon ändring i sak. I den omredigerade tredje punkten görs först en hänvisning till skuldförbindelser som getts ut i enlighet med lagen om säkerställda obligationer. Eftersom denna endast omfattar obligationer och jämförbara skuldförbindelser som ges ut av

svenska emittenter föreskrivs därefter att samma enhands-engagemang får ske beträffande skuldförbindelser som emitterats av ett kreditinstitut med säte inom EES, om vissa angivna förutsättningar är uppfyllda. Dessa förutsättningar överensstämmer med kriterierna för säkerställda obligationer i artikel 22.4 i UCITS-direktivet.