Statens offentliga utredningar
1997:110
Finansdepartementet

Säkrare obligationer?

Betänkande av Utredningen om särskilda regler för vissa kreditmarknadsbolag
Stockholm 1997

Statens offentliga utredningar
1997:110
Finansdepartementet

Säkrare obligationer?

Betänkande av Utredningen om särskilda regler
för vissa kreditmarknadsbolag
Stockholm 1997

SOU och Ds kan köpas från Fritzes kundtjänst. För remissutsändningar av SOU och Ds svarar Fritzes, Offentliga Publikationer, på uppdrag av Regeringskansliets förvaltningsavdelning.

Beställningsadress: Fritzes kundtjänst
106 47 Stockholm
Orderfax: 08-690 91 91
Ordertel: 08-690 91 90

Svara på remiss. Hur och Varför. Statsrådsberedningen, 1993.
– En liten broschyr som underlättar arbetet för den som skall svara på remiss.

Broschyren kan beställas hos:
Regeringskansliet Förvaltningsavdelningen
Distributionscentralen
103 33 Stockholm
Fax: 08–405 10 10
Telefon: 08–405 10 25

Tryckt av
REGERINGSKANSLIETS
OFFSETCENTRAL
Stockholm 1997

ISBN 91-38-20671-4
ISSN 0375-250X

Till statsrådet och chefen för Finansdepartementet

Vid regeringssammanträde den 23 maj 1996 beslöts att en särskild utredare skulle tillkallas för att överväga om det bör öppnas en möjlighet för kreditmarknadsbolag med viss specificerad verksamhet, t.ex. utlåning mot mycket god säkerhet i fast egendom, att tillämpa särskilda lagfästa regler om förstärkt offentlig tillsyn och om förmånsrätt vid konkurs för innehavare av institutets skuldförbindelser. Till särskild utredare förordnades samma dag generaldirektören Anders Sahlén.

I arbetet med detta betänkande har som sakkunniga deltagit: advokaten Lena Hasselgren, chefsekonomen vid Posten Sverige AB Irma Rosenberg, chefsjuristen vid Finansinspektionen Hans Schedin, f.d. verkställande direktören Lars Wohlin och f.d. verkställande direktören Carl Johan Åberg, enhetschefen vid Sveriges Riksbank Marianne Wolfbrandt under tiden 4 juni - 27 november 1996 och i hennes ställe bitr. avdelningschefen Margareta Kettis från den 27 november 1996. I arbetet har som experter deltagit kanslirådet Tord Gransbo samt ekonomen vid VPC Elias Kazarian. Utredningens sekreterare har varit rådmannen Anders Davidsson och, som biträdande sekreterare, enhetschefen vid Finansinspektionen Per Arne Ström.

Samråd har vid två tillfällen ägt rum med företrädare för Banklagskommittén.

På utredningens initiativ har den 4 december 1996 hållits en hearing vid vilken företrädare för institut och placerare beretts tillfälle att framföra synpunkter på utredningsuppdraget.

Särskilt yttrande har avgetts av Margareta Kettis.

Härmed överlämnas betänkandet "Säkrare obligationer?". Utredningsuppdraget är därmed avslutat.

Stockholm den 22 augusti 1997

Anders Sahlén

/Anders Davidsson

Per Arne Ström

Innehållsförteckning

Förord

Bör vi införa guldkantade obligationer i Sverige? Den intresseväckande frågan restes 1993 med anledning av en skrivelse från Bankföreningen till Finansdepartementet. Saken gällde dock något mindre fantasieggande än man vid första påseende kanske kunde tro.

Svenska hypoteksinstitut (bostadsinstitut) skulle enligt skrivelsen förlora sin särart när lagen om kreditmarknadsbolag infördes 1994 och hotades därtill av samma flaskhalsproblem som de danska i sin upplåning på obligationsmarknaden. Sammanslagningen av institut kunde nämligen befaras medföra att institutionella placerare skulle hindras av sina enhandsregler att köpa hypoteksobligationer i tidigare omfattning.

Danskarna hade gått i bräschen i EG och genomdrivit undantagsregler som klarade upp denna brydsamma situation. En uppstramning av säkerhetsbestämmelserna och en justering av förmånsrättsordningen för innehavare av "särskilt säkra" eller "guldkantade" obligationer möjliggjorde väsentliga lättnader i enhandsreglerna. Frågan var alltså om också Sverige borde införliva detta regelverk i sin lagstiftning.

Redan när denna utredning tillsattes 1996 stod det klart att vikande låneefterfrågan och en breddning av upplåningsbasen hade medfört att situationen rett upp sig åtminstone denna gång utan allvarliga friktioner i fastighetsfinansieringen. Utredningen reste därför själv frågan om det finns mer generella motiv för att införa de aktuella bestämmelserna från EG-direktiven i svensk lagstiftning. Jag anser att så är fallet och har med stöd av utredningens sakkunniga och experter utarbetat förslag till en sådan lagstiftning.

Jag har vidgat perspektivet och gör gällande att åtgärden inte enbart avser villkoren för hypoteksinstitutens finansiering. Den tar också sikte på den svenska obligationsmarknadens tillgång till likvida obligationer som instrument för likviditetsförvaltning, kanalisering av sparande och finansiering av investeringar. Hypoteksobligationerna bör alltså med detta synsätt ta på sig en del av statspapperens traditionella roll i det finansiella systemet i ett läge där statens nettofinansieringsbehov ligger nära noll.

Det är mot den bakgrunden jag har svarat jakande på frågan om EG-direktivens bestämmelser om "särskilt säkra" obligationer bör införlivas i svensk rätt. Om det sker anser jag att genomlysningen av hypoteksinstituten främjas och att tillgången ökar på stora, homogena värdepappersstockar inom ramen för benchmarksystemet på obligationsmarknaden.

Även om åtgärden är ett litet ingrepp i svensk rätt verkar den i den riktning som jag förespråkat. Den bör bidra till en effektivare obligationsmarknad med lägre marginaler och pressade kapitalkostnader till nytta för låntagarna.

Sammanfattning

Fastighetsfinansiering har lång tradition i Sverige och hypoteksinstituten (bostadsinstituten) sin egen historia. Under den senaste tioårsperioden har förändringarna i de legala förutsättningarna för denna verksamhet kommit att avlösa varandra. Detta hänger samman med lagstiftningsarbete föranlett såväl av inhemska överväganden som av anpassning till det regelsystem som följer av Sveriges deltagande i samarbetet inom den europeiska gemenskapen.

Lagstiftningen för kreditaktiebolagen har samordnats med den lagreglering som var gällande för finansbolagen i gemensam lagstiftning, nämligen kreditmarknadsbolagslagen. Från den 1 juli 1997 får sådan verksamhet bedrivas även i föreningsform under den nya benämningen lagen om finansieringsverksamhet.

Parallellt med detta lagstiftningsarbete har anpassning skett till det regelsystem som följer av skilda EG-direktiv på det finansiella området. Genomförandet i svensk rätt av dessa EG-direktiv har föranlett en massiv lagstiftningsinsats. Anpassningen har emellertid inte alltid varit fullständig.

Så har t.ex. den undantagsregel i bl.a. tredje livförsäkringsdirektivets artikel 22 punkt 4, som under vissa villkor medger försäkringsbolag att placera belopp som svarar mot upp till 40 procent av de försäkringstekniska avsättningarna i "särskilt säkra" obligationer, utgivna av en och samma emittent, inte kunnat införlivas i svensk rätt eftersom de villkor som förutsätts vara gällande inte varit uppfyllda här. Direktivbestämmelserna, som tillkom på danskt initiativ, har emellertid införlivats i de tyska och danska regelsystemen. Tillsammans med emittenterna på den svenska hypoteksmarknaden svarar

motsvarande danska och tyska hypoteksinstitut för omkring 80 procent av den samlade stocken hypoteksobligationer inom EU.

Förhållandena i här nämnda grannländer har betydelse för ställningstagandet till om även Sverige bör genomföra en motsvarande "uppgradering" för väsentliga delar av den nationella hypoteksobligationsmarknaden, i linje med EG-direktivens krav för särskilt säkra obligationer. Även om det i detalj inte går att förutsäga hur integrationen och konkurrensförhållandena kommer att utvecklas på den gemensamma marknaden de närmaste åren framstår dagens skillnader i ländernas formella regelsystem (vad gäller särskild förmånsrätt för obligationsköparna, begränsningar av belåningsgrader för fastigheter och inriktningen för den offentliga tillsynen) som ett onödigt handikapp för Sveriges vidkommande.

Ändrade omvärldsförhållanden och konkurrensförutsättningar spelar alltså stor roll för utredningens överväganden och motiv. Det blir allt viktigare för hypoteksinstituten att löpande kunna anpassa sin upplåning till ändrade krav och behov från olika placerarkategorier, såväl aktörer på den inhemska marknaden som på de utländska kapitalmarknaderna. Dessa placerare tillmäter genomlysningen av hypoteksinstitutens finansiella ställning och analyserna av de bakomliggande kreditportföljerna allt större vikt. En reglering baserad på EG-direktivens principer om särskilt säkra obligationer skulle förenkla placerarnas kreditvärderingsprocesser och tydliggöra de grundläggande villkor och säkerheter som gäller på denna del av obligationsmarknaden.

Det bör samtidigt understrykas att de makroekonomiska förhållandena har ändrats väsentligt jämfört med det sämre läge som rådde när frågeställningen kring de svenska hypoteksobligationernas säkerheter och villkor först aktualiserades, år 1993, mot bakgrund av EG-direktivens undantagsbestämmelser. De flaskhalsproblem och andra friktioner i obligationsupplåningen på marknaden som då kunde befaras blev i praktiken inte särskilt omfattande. När nu den samhällsekonomiska balansen i Sverige i hög grad återvunnits äger också all omsättning och nyupplåning från hypoteksinstitutens sida rum utan nämnvärda problem.

Koncentrationen av den långfristiga fastighetsfinansieringen till ett fåtal mycket stora bankkoncerner med tillhörande hypoteksinstitut riskerar dock att skapa vissa problem. Koncentrationstendenserna återverkar i första hand på försäkringsbolagens kapitalförvaltningar, eftersom bolagen får tillgång till färre placeringsalternativ inom ramen för försäkringsrörelselagens begränsningar av enskilda större placeringsrisker (enhandsengagemang i bl.a. hypoteksobligationer). Det senaste årets fusioner mellan svenska bolåneinstitut har framtvingat vissa omdispositioner i försäkringsbolagens placeringsportföljer, en effekt av gällande placeringsregler som inte bör bortses från.

Avgörande för ställningstagandet till frågan om regler för särskilt säkra obligationer nu bör införas i Sverige är dock inte bara de överväganden som här nämnts. I ett vidgat perspektiv kan göras gällande att åtgärder som innebär en uppstramning av säkerhetsbestämmelserna kring utgivning av hypoteksobligationer har betydelse även för den svenska obligationsmarknadens allmänna funktionssätt och för olika placerares tillgång till likvida och homogena obligationer för handel och omsättning. Hypoteksobligationerna skulle, om följande åtgärder vidtogs, kunna få ökad betydelse som alternativ till statspapper i det finansiella systemet, detta i ett läge då statens nettofinansieringsbehov ligger nära noll.

Mot bl.a. den bakgrunden har jag funnit att övervägande skäl talar för att vi även i Sverige skall göra det möjligt för de hypoteksinstitut som så önskar att ge ut särskilt säkra obligationer, enligt de standardkrav och tillsynskrav som EG-direktiven innehåller. Effektiviteten på hypoteksobligationsmarknaden bör kunna främjas och de särskilt säkra obligationernas ställning bland såväl inhemska som utländska placerare bör kunna stärkas. Åtgärden kan alltså motiveras med hänsyn till båda dessa placerarkategoriers behov och preferenser.

Förslagen innefattar ett relativt begränsat ingrepp i lagstiftningen, men torde ändå medföra inte obetydliga fördelar för berörda hypoteksinstitut och för deras låntagare. Av avgörande betydelse är att förslaget skall vara möjligt att genomföra utan krav på långtgående strukturella ingrepp eller omorganisationer. Det skall präglas av

funktionalitet och valfrihet för instituten och så långt möjligt omfatta den utestående stocken obligationer och andra skuldförbindelser.

I betänkandet föreslås mot denna bakgrund nya bestämmelser inom ramen för lagen om finansieringsverksamhet, en ny placeringsbestämmelse i försäkringsrörelselagen och en ny bestämmelse om förmånsrätt i förmånsrättslagen.

De nya bestämmelserna i lagen om finansieringsverksamhet tas in i lagens kapitel 3 om rörelseregler. Ett kreditmarknadsföretag får, efter tillstånd från Finansinspektionen, ge ut skuldförbindelser förenade med särskild förmånsrätt. Förmånsrätten gäller för kapital och upplupen ränta i den egendom som institutet anger i för ändamålet avsett register. Medel som härrör från utgivning av dessa skuldförbindelser skall användas för lämnade av kredit mot pant i fast egendom, dock ej industrifastigheter. Krediten får inte överstiga belåningsgraderna 75 procent för bostadsfastigheter och 60 procent för kommersiella fastigheter och jordbruksfastigheter räknade på belåningsobjektets marknadsvärde. Finansinspektionen får meddela närmare föreskrifter om hur marknadsvärdet skall fastställas. Från sin övriga verksamhet skall institutet hålla avskilt viss typ av tillgångar och säkerheter i sådan omfattning att värdet på dessa fortlöpande motsvarar minst värdet på de fordringar avseende kapital och upplupen ränta som kan framställas mot kreditmarknadsföretaget på grund av de utfärdade skuldförbindelserna. Den nya verksamheten får bedrivas först efter tillstånd av Finansinspektionen. Därigenom behövs inte någon särskild reglering av övergångstid för de nya reglerna. Först när företaget uppfyller de nya reglerna och kan visa sig vara god för betalning till samtliga borgenärer, vare sig de har förmånsrätt eller inte, kan tillstånd för verksamheten lämnas och förmånsrätt förenad med ifrågavarande skuldförbindelser börja gälla.

I förmånsrättslagen förs in en ny paragraf 6 a, direkt efter förmånsrätt för pant i fast egendom, som ger särskild förmånsrätt för fordran som innehavare av skuldförbindelse har hos kreditmarknadsföretag i den egendom och i den omfattning som anges i de nya reglerna.

I försäkringsrörelselagens 7 kap. 10c § införs undantagsregelns placeringsbestämmelse som medger att värdet av en enskild placering får uppgå till 40 procent av det belopp som skall skuldtäckas om placeringen utgörs av skuldförbindelser utgivna enligt de nya bestämmelserna i lagen om finansieringsverksamhet från samma kreditmarknadsföretag.

De nya reglerna föreslås träda i kraft den 1 januari 1999. Den här föreslagna förmånsrätten kommer emellertid inte att gälla förrän efter det att berörda hypoteksinstitut erhållit Finansinspektionens tillstånd enligt de nya bestämmelserna.

Författningsförslag

1. Förslag till Lag om ändring i lagen (1992:1610) om finansieringsverksamhet

Härigenom föreskrivs i fråga om lagen (1992:1610) om finansieringsverksamhet,

dels att det i lagen skall införas fem nya paragrafer, 3 kap. 11-15 §§, samt närmast före 3 kap. 11 § en ny rubrik av följande lydelse,

dels att 5 kap. 1 § och 6 kap 1 § skall ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
	3 kap.
	Särskilda regler för vissa kreditmarknadsföretag
	11 §
	Ett kreditmarknadsföretag, i vars verksamhet ingår att lämna kredit mot panträtt i fast egendom, får, efter tillstånd av Finansinspektionen, ge ut skuldförbindelser som är förenade med förmånsrätt enligt 6 a § förmånsrättslagen (1970:979).

Förmånsrätten gäller för fordringar avseende kapital och upplupen ränta i den egendom som framgår av det register som skall föras enligt 13 §.

12 §

Ger ett kreditmarknadsföretag ut sådana skuldförbindelser som anges i 11 § skall kreditmarknadsföretaget från sin övriga verksamhet hålla avskilt tillgångar och säkerheter i sådan omfattning att värdet på dessa fortlöpande motsvarar minst värdet på de fordringar avseende kapital och ränta som kan framställas mot kreditmarknadsföretaget på grund av de utgivna skuldförbindelserna.

13 §

Kreditmarknadsföretaget skall föra ett register över de tillgångar och säkerheter som hålls avskilda enligt 12 § och över tillgångarnas och säkerheternas värde.

14 §

Medel som härrör från utgivna skuldförbindelser skall användas

för lämnande av kredit mot panträtt i fast egendom.

Krediten får i varje enskilt fall inte överstiga följande högsta procentuella gräns av den fasta egendomens marknadsvärde. För bostadsfastigheter, 75 procent, och för kommersiella fastigheter och jordbruksfastigheter, 60 procent.

Finansinspektionen får meddela närmare föreskrifter om hur marknadsvärdet skall fastställas.

15 §

Ett kreditmarknadsföretag som avser att ge ut skuldförbindelser i enlighet med bestämmelserna i 11-14 §§ skall ansöka om tillstånd för detta hos Finansinspektionen.

Till ansökan skall fogas redogörelse för att kreditmarknadsföretaget uppfyller vad som anges i lag och i Finansinspektionens föreskrifter.

När Finansinspektionen lämnat tillstånd enligt första stycket kommer förmånsrätt enligt 6 a § förmånsrättslagen (1970:979) att

gälla för sådana skuldförbindelser som anges i 11 §.

5 kap.

1 §

Ett kreditmarknadföretag står under tillsyn av Finansinspektionen. Kreditmarknadsföretaget skall lämna inspektionen de upplysningar om sin verksamhet och därmed sammanhängande omständigheter som inspektionen begär.

Inspektionen får genomföra undersökning hos ett kreditmarknadsföretag när inspektionen anser det nödvändigt.

Inspektionen skall föra en förteckning över kreditmarknadsföretagen.	Inspektionen skall föra en förteckning över kreditmarknadsföretagen. *Av förteckningen skall särskilt framgå vilka kreditmarknadsföretag som har tillstånd enligt 3 kap. 15 §.*

6 kap.

1 §

Finansinspektionens beslut enligt 5 kap. 6 § och 22 § andra stycket får inte överklagas.

Beslut som inspektionen meddelar med stöd av 1 kap. 2 §, 2 kap. 3 och 8 §§ samt 5 kap. 11, 15, 17 och 19 §§ får överklagas hos kammarrätten.	Beslut som inspektionen meddelar med stöd av 1 kap. 2 §, 2 kap. 3 och 8 §§, *3 kap. 15 §* samt 5 kap. 11, 15, 17 och 19 §§ får överklagas hos kammarrätten.

Andra beslut som inspektionen meddelar enligt denna lag får överklagas hos länsrätten. Prövningstillstånd krävs vid överklagande till kammarrätten av länsrättens avgörande.

Inspektionen får bestämma att ett beslut om förbud, föreläggande eller återkallelse skall gälla omedelbart.

---

1. Denna lag träder i kraft den 1 januari 1999.
2. Har ett kreditmarknadsföretag, före det att tillstånd enligt 3 kap. 15 § erhållits, utfärdat skuldförbindelser och använt därav influtna medel för lämnande av kredit mot pant i fast egendom, får även sådana skuldförbindelser omfattas av förmånsrätt sedan kreditmarknadsföretaget erhållit tillstånd enligt 3 kap. 15 §. Till den redogörelse som avses i 3 kap. 15 § skall då fogas förklaring av på vilket sätt kreditmarknadsföretaget avser att tillmötesgå berättigade krav från borgenärer vars fordran mot företaget inte kommer att kunna göras gällande med förmånsrätt.

2. Förslag till lag om ändring i förmånsrättslagen (1970:979)

Härigenom föreskrivs i fråga om förmånsrättslagen (1970:979) att det i lagen skall införas en ny paragraf 6 a.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
	6 a §
	Förmånsrätt följer med fordran som innehavare av skuldförbindelse har hos kreditmarknadsföretag i den egendom och i den omfattning som anges i 3 kap. 11 § lagen (1992:1610) om finansieringsverksamhet.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1999.

3. Förslag till lag om ändring i försäkringsrörelselagen (1982:713).

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

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
	7 kap.
	10 c §
Värdet av en enskild placering får motsvara högst följande andelar av det belopp som skall skuldtäckas:	
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 ur 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 jämställas 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 jämställas 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 jämställas med aktier eller obligationer eller skuldförbindelser från samma emittent eller låntagare, om denne är 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	3. Tio procent om placeringen utgörs av aktier och andra värdepapper som kan jämställas med aktier eller obligationer eller skuldförbindelser från samma emittent eller låntagare, om denne är 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

som kan jämställas med aktier från samma emittent får dock inte överstiga fem procent av det belopp som skall skuldtäckas.

aktier eller andra värdepapper som kan jämställas 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.

5. Fyrtio procent om placeringen utgörs av skuldförbindelser utgivna enligt 3 kap. 11-15 §§ lagen (1992:1610) om finansieringsverksamhet från samma kreditmarknadsföretag.

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 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, 3 och 5* 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 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 lämplig 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 januari 1999.

1 Bakgrund

1.1 Utredningsuppdraget

Genom beslut den 23 maj 1996 bemyndigade regeringen chefen för Finansdepartementet att tillkalla en särskild utredare med uppdrag att överväga om det bör öppnas en möjlighet för kreditmarknadsbolag med viss specificerad verksamhet, t.ex. utlåning mot mycket god säkerhet i fast egendom, att tillämpa särskilda lagfästa regler om förstärkt offentlig tillsyn och om förmånsrätt vid konkurs för innehavare av institutets skuldförbindelser.

I utredningsuppdraget ingick att överväga om en sådan reglering borde ges en institutionell eller funktionell inriktning. Vidare skulle utredaren överväga i vilken utsträckning placeringsregler för svenska finansiella företag borde justeras med hänsyn till att EU:s regler medger mer omfattande placeringar i obligationer om dessa ges ut av sådana kreditinstitut det här är fråga om. Utredaren skulle enligt direktiven därutöver analysera hur den finansiella sektorns struktur och låntagarnas villkor kan komma att påverkas av nu beskrivna bestämmelser. Slutligen skulle utredaren föreslå en rättslig reglering.

Direktiven finns i sin helhet intagna som *bilaga 1* i detta betänkande.

1.2 Kreditmarknadsbolagslagens tillkomst

Bland de förslag som framkom vid Kreditmarknadskommitténs fullgörande av sitt uppdrag var att arbetsförutsättningarna för de finansiella instituten borde göras så likformiga som de för respektive verksamhet gällande skyddsintressena tillät. För att åstadkomma större systematik i regelverket föreslog Kreditmarknadskommittén därför att reglerna för instituten utanför banksystemet skulle inordnas i en gemensam lag.

Med något enstaka undantag hade remissinstanserna inte något att erinra mot att en gemensam lag infördes för dåvarande kreditaktiebolag och finansbolag. Stadshypotekskassan anförde emellertid vid remissbehandlingen att det bl.a. med anledning av EG:s regler om riskspridning i placeringsportföljer var angeläget att bostadsobligationerna även för framtiden klart kunde urskiljas från företagsobligationer. Kassan ansåg att bästa sättet vore att behålla en i lag särskild beteckning för företag som motsvarade bostadsinstituten. Ett sätt ansågs vara att reglera bostadsinstituten i ett särskilt kapitel i lagen. Där kunde ställas upp strängare krav på betryggande säkerhet för obligationsutgivningen och snävare gränser för vilken annan verksamhet som fick bedrivas vid sidan om lånerörelsen.

Lagstiftningen för de finansiella instituten vid sidan om bankerna kännetecknades inte av någon enhetlig systematik. Den reglering som fanns för de olika instituten präglades istället av att ha tillkommit för att möta de från tid till annan uppkommande behoven av lagstiftning som uppstått under utvecklingens gång. Det ansågs vara historiskt betingade faktorer som låg bakom att hypoteksinstituten, kreditaktiebolagen och finansbolagen reglerades i särskilda lagar. Tidigare, t.ex. vid tillkomsten av finansbolagslagen, var uppfattningen att det var olämpligt att samordna nu berörd lagstiftning.

Departementschefen ansåg i lagstiftningsärendet det av flera skäl vara lämpligt att införa en gemensam lag för kreditaktiebolag och finansbolag. Verksamheterna som bedrevs av de båda typerna av bolag kunde visserligen vara av skild karaktär. Så ansågs t.ex. de s.k. mellanhandsinstituten som ingick i kretsen av kreditaktiebolag ha

vissa särdrag, framförallt den specialdestinerade utlåningen och kapitalanskaffningssättet. Specialiseringen av utlåningen var inte i första hand beroende av typen av kredit utan en följd av att varje institut hade sitt eget begränsade område för kreditgivning, t.ex. bostadssektorn, näringslivet eller kommunerna.

Den 1 augusti 1991 fick finansbolagen samma rätt som kreditaktiebolagen att ge ut obligationer och andra fordringsrätter avsedda för allmän omsättning. I och med detta förelåg enligt departementschefen inte längre några formella skillnader ur lagteknisk synvinkel mellan de båda företagsformerna. Detta talade för införandet av en gemensam lagstiftning.

Ett annat skäl som talade för gemensam lagstiftning var att ett antal EG-direktiv som reglerar kreditinstituten var på väg att införlivas i svensk rätt till följd av EES-avtalet. Såväl kreditaktiebolagen som flertalet finansbolag föll under definitionen av kreditinstitut. Mot den bakgrunden ansågs det vara lämpligt att försöka samla de svenska regler som blev en följd av införlivandet av direktiven i en gemensam lag. De rörelseregler som föreslogs bli införda i kreditmarknadsbolagslagen ansågs vara så pass vida och flexibla att de inte skulle behöva innebära några större inskränkningar eller förändringar för de olika typer av finansieringsverksamhet som bedrevs av företag på marknaden.

Det befanns vara varken erforderligt eller nödvändigt att som Stadshypotekskassan föreslagit införa särskilda regler för vissa institut. Syftet med att införa en gemensam lag för bolagen var ju att regleringen av instituten skulle vara så likartad som möjligt. De enskilda företagens profilering fick ske genom de mer eller mindre strikta bestämmelser för sin verksamhet som företagen var för sig beslutade införa i sin bolagsordning. Det anmärktes i lagstiftningsärendet att om Sverige med anledning av EG:s regler om risksprid ning i placeringsportföljer skulle finna det erforderligt och önskvärt att hårdare reglera vissa institut så fick den frågan tas upp igen i ett annat sammanhang.

Mot den bakgrunden samordnades lagstiftningen för kreditaktiebolag och finansbolag till lagen om kreditmarknadsbolag.

1.3 Framställning från Svenska Bankföreningen

Efter det att riksdagen i december 1992 antagit förslaget om gemensam lagstiftning för kreditaktiebolag och finansbolag överlämnade Svenska Bankföreningen till Finansdepartementet en framställning daterade den 28 oktober 1993 om ändringar i kreditmarknadsbolagslagen. Framställningen innefattade förslag om att en särreglering skulle införas för hypoteksbolagen/bostadsinstituten. Innebörden av förslagen var att vissa krav och begränsningar skulle införlivas i lagen såvitt avsåg hypoteksbolag. Särskilda krav på säkerheter och möjlighet att placera upplånade medel skulle framgå av lagförslaget.

Svenska Bankföreningens framställning kompletterades den 29 september 1994 och den 3 november 1994 med ytterligare framställningar i saken.

Svenska Bankföreningens framställning den 28 oktober 1993 fogas till detta betänkande som *bilaga 2.*

1.4 Regler om placeringar och tillsyn i vissa EG:direktiv

Sveriges medlemskap i EU har inneburit införlivande av ett antal EG-direktiv i svensk rätt. Ett betydelsefullt direktiv är det s.k. UCITS-direktivet, Rådets direktiv av den 20 december 1985 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 fondernas placeringsmöjligheter. Enligt direktivets huvudregel får högst fem procent av tillgångarna placeras i värdepapper med samma utgivare. Denna gräns får höjas till tio procent om det sammanlagda innehavet av placeringar på fem-tio procent uppgår till högst 40 procent av fondföretagets tillgångar.

Genom tilläggsdirektiv (88/220/EEG) till UCITS-direktivet infördes ytterligare ett undantag från den ovan angivna huvudregeln. Tilläggsbestämmelsen gav medlemsländerna rätt att höja gränsen för enhandsengagemang till 25 procent avseende obligationer emitterade av ett kreditinstitut som enligt lag står under särskild offentlig tillsyn avsedd att skydda obligationsinnehavarna. Vidare måste kapital som härrör från emission av sådana obligationer enligt lag placeras i tillgångar som under obligationernas hela giltighetstid täcker fordringarna. Vid emittentens betalningsoförmåga skall skuldförbindelserna prioriteras för återbetalning av kapital och upplupen ränta, vilket i praktiken skulle innebära att de var förenade med förmånsrätt vid emittentens konkurs.

Av tilläggsdirektivet framgår bl.a. följande. Artikel 22.1 och 22.2 i direktiv 85/611/EEG begränsar ett fondföretags placeringar av fondtillgångarna i överlåtbara värdepapper med samme emittent till 5 procent, ett gränsvärde som vid behov kan få höjas till 10 procent. Detta gränsvärde medför speciella problem för fondföretag etablerade i Danmark, när dessa önskar placera en väsentlig del av sina tillgångar på den danska obligationsmarknaden, eftersom denna marknad domineras av obligationer emitterade av hypotekskreditinstitut och antalet institut som emitterar sådana obligationer är mycket litet. Dessa obligationer är i Danmark underkastade särskild reglering och tillsyn i syfte att skydda innehavarna, och behandlas i dansk lagstiftning som likvärdiga med obligationer emitterade eller garanterade av staten.

Bestämmelserna i artikel 22.3 i direktiv 85/611/EEG innehåller undantag från punkterna 1 och 2 i samma artikel, när det gäller obligationer som är emitterade eller garanterade av en medlemsstat, och ger fondföretag rätt att placera upp till 35 procent av sina tillgångar i sådana obligationer.

Det finns skäl för ett liknande undantag, men av mer begränsad omfattning, såvitt gäller obligationer inom den privata sektorn, vilka även om de saknar statlig garanti ändå erbjuder investerare särskilda garantier inom ramen för de särskilda regler som gäller för dessa. Det är därför nödvändigt att utvidga undantaget till att omfatta samtliga sådana obligationer som uppfyller gemensamt fastställda kriterier,

varvid det bör överlåtas åt medlemsstaterna att fastställa en lista över de obligationer de avser, där så är lämpligt, bli omfattade av en undantagsbestämmelse, och varvid det bör föreskrivas ett liknande förfarande för information till andra medlemsstater som gäller enligt artikel 20 i direktiv 85/611/EEG.

De överväganden som ledde fram till att undantagsregeln i tilläggsdirektivet till UCITS-direktivet infördes, kom att bli vägledande för liknande undantagsregler som togs in i direktiv av senare lydelse. Både i det s.k. tredje direktivet om annan direkt försäkring än livförsäkring (92/49/EEG) och i det s.k. tredje livförsäkringsdirektivet (92/96/EEG) har undantagsbestämmelsen förts in.

Tredje livförsäkringsdirektivets artikel 22, p. 1 b, och p. 4 har följande lydelse.

"1. I fråga om tillgångar som motsvarar tekniska avsättningar skall hemlandet föreskriva att varje försäkringsföretag högst får investera följande:

b) 5 % av sina sammanlagda tekniska bruttoavsättningar i aktier och andra överlåtbara värdepapper som kan jämställas med aktier, obligationer, skuldförbindelser och andra penning- och kapitalmarknadsinstrument från samma företag eller i lån till samma låntagare, allt sammantaget, dock med undantag av lån till en statlig, regional eller lokal myndighet eller till en internationell organisation i vilken en eller flera medlemsstater är medlemmar. Denna gräns får höjas till 10 % om högst 40 % av företagets tekniska bruttoavsättningar investeras i lån eller värdepapper, varvid mer än 5 % av företagets tillgångar investeras hos var och en av låntagarna och utgivarna.

– – – –

4. Medlemsstaterna får höja den gräns som fastställs i punkt 1 b till 40 % i fråga om vissa skuldförbindelser som utfärdats av ett kreditinstitut med huvudkontor inom gemenskapen som enligt lag står under särskild offentlig tillsyn i syfte att skydda innehavarna av sådana skuldförbindelser. Särskilt skall de belopp, som härrör från de

utfärdade skuldförbindelserna, enligt lag investeras i tillgångar som, under hela giltighetstiden för skuldförbindelserna, kan täcka fordringarna som har samband med dessa och som, i händelse av utställarens betalningsoförmåga, prioriteras för återbetalning av kapital och ränta."

1.4.1 Rekvisiten för uppfyllande av artikel 22 punkt 4 tredje livförsäkringsdirektivet.

Som framgått ovan var det i samband med antagandet av de s.k. UCITS-direktivet som de danska önskemålen om en lättnadsregel infördes. Liknande regel har som angetts, på vad från danskt håll anges vara i allt väsentligt samma motiv, kommit att inflyta i senare direktiv på det finansiella området.

Det är att märka att formuleringen i tredje livförsäkringsdirektivet efter angivna förebilder tar sikte på att ange ett antal rekvisit som syftar till att närmare definiera den typ av obligation som avses och i vilken det skall vara tillåtet för t.ex. ett livförsäkringsbolag att placera från en emittent i enlighet med i regeln angiven procentsats.

Tolkningen av bestämmelsen får i sin tur ledas tillbaka till tolkningen av motsvarande bestämmelse i UCITS-direktivet. Nedan anges vissa riktlinjer för bedömning av de rekvistit som anges i undantagsregeln. Riktlinjerna är hämtade från sammanställning i den av EC Mortgage Federation utgivna Mortgage Banks and the Mortgage Bond in Europe.

Ett betydelsefullt rekvisit är att det skall vara fråga om "vissa skuldförbindelser som utfärdats av ett kreditinstitut med huvudkontor inom gemenskapen som enligt lag står under särskild offentlig tillsyn i syfte att skydda innehavarna av sådana skuldförbindelser".

Avgörande här är att det av lag skall framgå att utgivandet av denna särskilda skuldförbindelse skall medföra att utgivande institut som en följd därav skall vara underkastad i lag angiven särskild offentlig tillsyn. Denna tillsyn skall, också enligt lag, vara så utformad att den skyddar innehavarna av dessa skuldförbindelser. Genom det

specialdestinerade kravet på särskild lagreglering utesluts all annan emissionsverksamhet än den som här avses. Därav kanske den i vissa sammanhang använda beteckningen "guldkantade" obligationer.

På grund av att det i lagstiftningen efter införandet av undantagsregelns rekvisit kommer att urskiljas en särskild typ av obligation, kan det finnas skäl att närmare överväga om obligationen skall, i samband med att den lagregleras, tilldelas en reserverad beteckning. Syftet med en sådan åtgärd skulle självfallet vara att i omsättningens intresse underlätta identifieringen av de till obligationsinnehavet knutna speciella säkerhetsegenskaper som anges i undantagsregeln.

Av det ovan angivna följer att det är endast obligationer utgivna med stöd av regelsystemet föranlett av undantagsregeln som kan komma i åtnjutande av den förmånsätt som är en förutsättning för placeringsregelns tillämpning. Regelsystemet måste vara utformat entydigt för att skydda obligationsinnehavarna. Det duger alltså inte med motsvarande bestämmelser intagna i det enskilda institutets bolagsordning.

Den särskilda offentliga tillsynen måste vara verkställd av en statlig myndighet. Det är inte möjligt att ordna sådan tillsyn genom branschorganisationer eller t.ex. särskilt utsedda revisorer. Sådan ytterligare tillsyn kan ses som ett komplement, vilket lär förekomma i Tyskland och Österrike, men är inte tillfyllest för att uppfylla direktivets tillsynskrav.

Det måste också vara fråga om *särskild* offentlig tillsyn. Som varande ett kreditinstitut är ju ett kreditmarknadsföretag enligt gällande rätt underkastad tillsyn av allmänt slag. En sådan tillsyn fungerar ju för all del som skydd även för den som har för avsikt att investera i obligationer utgivna av ett sådant bolag. Ett tillsynssystem som uppfyller i lag reglerade tillsynsaspekter som t.ex frågor om storlek på eget kapital, kapitaltäckning och s.k. stora exponeringar är emellertid inte tillräckligt. Det skall vara tillsyn som också tar sikte på kvaliteten i kreditgivningen.

Obligationsköparna skall kunna räkna med att de tillgångar och säkerheter i vilka emittenten placerat det kapital han erhållit vid obligationsutgivningen fortlöpande fullt ut täcker de fordringar som kan förekomma med anledning av obligationsinnehavet. Tillsynen

måste innefatta viss kontroll av att låneobjekten är rätt värderade och att balans i värdemässigt hänseende hela tiden föreligger mellan särskilt säker upplåning och den därigenom finansierade utlåningen mot säkerhet i fast egendom.

Den särskilda offentliga tillsynen medför också att det i praktiken måste vara fråga om en tämligen begränsad krets utgivare av särskilt säkra obligationer. Det är rimligt att anta att institutioner som ägnar sig åt bostadsfinansiering kommer att av flera skäl ha detta som sitt huvudsakliga verksamhetsområde. Av tradition har specialiseringen i bostadsfinansiering medfört att från verksamheten kunnat uteslutas annan bankverksamhet, som t.ex. lån utan säkerhet, varigenom risker från annan verksamhet inte kunnat slå igenom mot de säkerheter som ställts för obligationsupplåningen.

Genom kravet på särskild offentlig tillsyn leds tanken närmast mot att verksamheten bör bedrivas i specialiserade institut. Ett sådant synsätt är emellertid inte nödvändigt. Det förekommer både i Tyskland och Österrike att intensiv tillsyn riktas mot institut som ägnar sig åt kombinerad kreditgivning. Som antytts ovan är det avgörande att medel från obligationsutgivningen investeras på ett så riskfritt sätt som möjligt. För att säkerställa att så sker finns stadgandet i undantagsregelns andra mening.

I punkt 4 andra meningen anges att "särskilt skall de belopp, som härrör från de utfärdade skuldförbindelserna, enligt lag investeras i tillgångar som, under hela giltighetstiden för skuldförbindelserna, kan täcka fordringarna som har samband med dessa och som, i händelse av utställarens betalningsoförmåga, prioriteras för återbetalning av kapital och ränta".

Förutsättningen är att medlen skall investeras på ett sätt så att de är kopplade till viss tillgångsmassa. För att uppfylla direktivets krav är det tillräckligt att den totala volymen av emitterade obligationer fortlöpande motsvarar den totala volymen tillgångar avsatta för att täcka fordringar framställda med stöd av utfärdade obligationer.

Det viktigaste är dock att det måste framgå av lag att ett institut som emitterar obligationer av nu avsett slag för bostadsfinansiering gör detta som ett led i sin lagreglerade verksamhet. Det är återigen inte tillräckligt att regelsystemet anges i institutets bolagsordning.

Detta gäller under förutsättning att lagstiftaren inte angett att betämmelserna i bolagsordningen återfinns där med stöd i lag och att detta är anledningen till att bestämmelserna intagits i bolagsordningen. Syftet är uppenbart, nämligen att ytterligare förstärka den säkerhet till betalning som skall vara förenad med innehavet av obligationen genom att verksamheten reglerats i lag.

Tillgångarna skall under hela giltighetstiden för skuldförbindelserna kunna täcka fordringar som har samband med dessa. Denna balansprincip tar sikte på det nominella värdet av utfärdade obligationer respektive lämnade lån. Motvärdet på obligationerna skall således under hela giltighetstiden vara tillräckligt för att kunna infria krav. Detta gäller således även under ett eventuellt konkursförfarande.

Det är av stor betydelse för systemets trovärdighet att institutet fortlöpande upprätthåller balans mellan lämnade lån och utgivna obligationer. Satt i samband med den särskilda offentliga tillsyn som emittenten är föremål för är just adekvat balans mellan ifrågavarande tillgångar och skulder ett moment som tillsynsmyndigheten måste kunna kontrollera fortlöpande.

Slutligen måste tillgångarna vara prioriterade för återbetalning av kapital och upplupen ränta i händelse av utställarens betalningsoförmåga. Det är vid utställarens konkurs som obligationens rätta legala ställning framträder. Så länge institutet bedriver sin verksamhet under sedvanliga ekonomiska förhållanden, finns enligt direktivtexten inget direkt samband mellan utfärdade obligationer och de tillgångar som institutet investerat erhållna medel i. Skulle institutet försättas i konkurs skall emellertid obligationsinnehavaren ha prioriterad rätt till återbetalning av kapital och upplupen ränta.

Andra fordringsägare än de som stöder sitt krav på obligationsinnehav av nu avsett slag skall inte ha rätt att få del av de tillgångar som avsatts till täckande av krav från obligationsinnehavarna, annat än om ett överskott uppstått. Kapital och upplupen ränta skall betalas av dessa tillgångar utan att någon del av dem anses ingå i konkursboets övriga tillgångsmassa. Att så är fallet är givetvis av särskild betydelse då institutet drivit annan tillåten verksamhet utöver nu avsedd bostadsfinansiering. Å andra sidan avtar betydelsen av den prioritera-

de rätten till återbetalning om den institutionella varianten för att bedriva verksamheten valts.

Förmånsrätten är således en av hörnstenarna vid införandet av undantagsregeln.

1.5 Genomförandet av tredje livförsäkringsdirektivet

I regeringens proposition "Genomförande av EG:s tredje skade- respektive livförsäkringsdirektiv" (prop. 1994/95:184) behandlades frågan om undantagsregeln i artikel 22 punkt 4 skulle införas i svensk rätt. I propositionen anfördes bl.a. följande (s. 189 f).

Liknande regler om lättnader i begränsningsregler återfinns inom EG-rätten bl.a. vad gäller bankers och andra kreditinstituts stora exponeringar och vad gäller värdepappersfonders placeringar. Bakgrunden till reglerna anses vara de förhållanden som råder på den danska bostadsfinansieringsmarknaden. Några få danska s.k. realkreditinstitut har sedan länge svarat för en stor del av den danska bostadsfinansieringen. För dessa institut gäller sådana regler om tillsyn och särskild förmånsrätt som avses i den aktuella direktivbestämmelsen. Den nu diskuterade regeln har således särskild betydelse för Danmark, och dess ursprung kan som sagts förklaras av de danska förhållandena.

I propositionen angavs vidare att Sverige inte har regler för kreditinstitut som uppfyller undantagsregelns kvalifikationskrav om särskild tillsyn eller om säkra placeringar kombinerade med förmånsrätt. Redan av formella skäl går det alltså inte att införliva undantagsregeln i den svenska rättsordningen. Frågan om lagändringar i fråga om tillsyn och förmånsrätt framdeles skall genomföras hänger dessutom samman med den mer övergripande frågan om det skall inrättas en särskild kategori institut som är underkastade strängare regler än annars i fråga om krav på säkerheter och placeringar. Svenska Bankföreningen och andra företrädare för bostadsinstituten

har som ovan angivits framställt önskemål om sådana särreglerade institut.

Svenska Bankföreningen och andra bedömare har således ansett att det var av särskilt värde för ett institut om det genom lag, snarare än genom sin bolagsordning, var underkastat strängare krav än annars i fråga om säkerheter och placeringar.

Med denna bedömning kom följdaktligen inte utredningens förslag att innehålla bestämmelser föranledda av innehållet i undantagsregeln i artikel 22 punkt 4.

Genom lagen om kreditmarknadsbolag, som trädde i kraft den 1 januari 1994, infördes en enhetlig reglering för finansbolag och kreditaktiebolag. En grundtanke bakom lagstiftningen var att enskilda kreditmarknadsbolag skulle profilera sig i sina bolagsordningar, snarare än behöva stöd av särreglering som gör det legala regelverket mer komplext.

Från principiell synpunkt fanns enligt regeringens uppfattning inget hinder mot att tillåta större exponeringar mot ett enskilt institut än vad som normalt gäller inom EG om investeringen håller tillräckligt låg risk. Utvecklingen inom EG synes vara sådan att särskilda regler för här aktuella institut återkommer i olika sammanhang. Som nämnts förefaller också marknadsaktörerna fästa stor vikt vid en kategorisering av instituten som grundas på lagstiftning.

Mot denna bakgrund avsåg regeringen att få till stånd en utredning om en ny kategori kreditinstitut som skall vara underkastade särskilda krav i fråga om säkerhet, tillsyn och särskild förmånsrätt. Frågan om en sådan kategori skall införas skulle få bedömas med utgångspunkt i utredningens förslag och slutsatser.

Frågan om införande av undantagsreglen hade också berörts i ett annat sammanhang som redovisas nedan.

Utredning om placeringsregler för försäkringsbolag

Den 17 december 1992 uppdrog regeringen åt docenten Lars Nyberg att med vissa närmare angivna utgångspunkter föreslå nya placeringsregler för försäkringsbolag. I september 1993 överlämnade Nyberg

departementspromemorian "Placeringsregler för försäkringsbolag" (Ds 1993:57).

Bakgrunden var i korthet följande. Försäkringsutredningen, i vars uppdrag ingick att skapa rationella rörelseregler för försäkringsbolagen och att åstadkomma ett regelsystem som var förenligt med det inom EG, hade under hösten 1991 lagt fram sitt delbetänkande Försäkringsrörelse i förändring 1 (SOU 1991:89). Utgångspunkten för de av utredningen avgivna förslagen om placeringsregler för försäkringsbolagen var de av EG-kommissionen lämnade förslagen till tredje skadeförsäkringsdirektiv och tredje livförsäkringsdirektiv. EG:s ministerråd antog de båda direktiven under år 1992. I de antagna direktiven var placeringsreglerna reviderade jämfört med kommissionens ursprungliga förslag. Direktivförslagens detaljföreskrifter hade kommit att delvis ersättas med mer allmänt formulerade krav och riktlinjer. De antagna direktiven kom därför att i större utsträckning än förslagen att överlämna åt de enskilda länderna att självständigt bestämma på vilket sätt de skulle uppnå de mål som direktiven angav. Med anledning av de reviderade EG-direktiven ansågs det föreligga behov av att placeringsreglerna utreddes ytterligare.

Såvitt nu är i fråga hade utredaren att ta ställning till om den särskilda undantagsregel som återfinns bl.a. i tredje livförsäkringsdirektivet artikel 22 punkt 4 skulle införlivas i svensk rätt. I denna del anfördes följande (Ds 1993:57, s. 102 f). "Företrädare för bostadsinstituten har förordat att Sverige bör utnyttja den lättnadsregel i EG:s direktiv som tillåter ett försäkringsbolag att ha enhandsengagemang på 40 procent av försäkringstekniska skulder. Regeln avser obligationer emitterade av kreditinstutition som är föremål för *särskild* tillsyn i syfte att skydda obligationsinnehavarna, vilka dessutom skall ha *särskild* förmånsrätt i konkursboet i händelse av fallisemang. En sådan lättnadsregel bör dock undvikas eftersom den strider mot försäkringstagarnas intresse. Fyrtio-procentiga enhandsengagemang kan knappast ingå i en väldiversifierad portfölj."

Efter denna bedömning lämnades inte något förslag om införande av undantagsregeln i svensk rätt.

1.6 Lagen om finansieringsverksamhet

Under våren 1997 överlämnade regeringen till riksdagen en proposition om finansieringsverksamhet i ekonomisk förening m.m. (prop. 1996/97:114). I propositionen föreslogs att tillståndspliktig finansieringsverksamhet skulle få bedrivas i ekonomisk förening. Förslaget innebar att lagen om kreditmarknadsbolag, som föreskrev att sådan verksamhet endast får bedrivas av aktiebolag, gjordes tillämplig även på ekonomiska föreningar. I propositionen föreslogs därför att namnet ändrades på lagen till lagen om finansieringsverksamhet. De nya reglerna trädde i kraft den 1 juli 1997.

En av den nya lagstiftningens effekter är att benämningen kreditmarknadsföretag används för att omfatta både aktiebolag och föreningar. I propositionen har emellertid angivits att någon nyetablering av betydelse inte är att vänta som följd av de nya reglerna (prop. 1996/96:114, s. 66).

Under utredningens arbete har således i gällande rätt skilda beteckningar använts för berörda företag. I detta betänkande används i löpande text olika beteckningar som t.ex. kreditmarknadsbolag, kreditmarknadsföretag, hypoteksinstitut och bostadsinstitut. Härmed avses institut som är specialicerade främst på upp- och utlåning till fastighetssektorn.

2 Inledande problemdiskussion

2.1 Direktivens utgångspunkter

En utgångspunkt för problembeskrivningen i utredningens direktiv är det faktum att förhållandena på obligationsmarknaden har ändrats. Det finns numera inga ransoneringsinslag eller räntereglerings som begränsar emissionerna eller tillväxtmöjligheterna. Marknadens utbudssida har avreglerats fullt ut.

Samtidigt har EG:s finansiella regelverk införlivats med svensk rätt. Nya begränsningsregler för kapitalförvaltningen i värdepappersfonder och försäkringsbolag har härvid implementerats under första hälften av 1990-talet i enlighet med direktivens bestämmelser. Dessa omfattar bl.a. volymmässiga begränsningar för försäkringsbolagens och värdepappersfondernas placeringar i bostadsobligationer och andra kreditinstituts obligationer. Obligationernas samlade betydelse som tillgångsslag i placeringsportföljerna regleras härigenom, så också förekomsten av stora exponeringar mot enskilda obligationsemittenter.

Beroende på marknadsläge och rådande strukturella förhållanden kan ett regelsystem med volymmässiga begränsningar förorsaka störningar i samspelet mellan placerarnas efterfrågan och emittenternas utbud av obligationer. Detta gäller inte minst på en marknadsplats som den svenska bostadsobligationsmarknaden, som präglas av en stark koncentration av verksamheterna till en handfull stora emittenter, flertalet bankanknutna bostadsinstitut.

Bostadsinstitutens kreditgivning till bostadsektorn och den övriga fastighetsmarknaden är huvudsakligen av medelfristig och långfristig karaktär. Instituten tillgodoser därför merparten av sitt finansieringsbehov över obligationsmarknaden. Koncentrationstendenserna är framträdande när man ser till de marknadsledande emittenterna. Spintab och Stadshypotek svarade tillsammans för drygt halva utestående obligationsvolymerna vid slutet av 1996. Där återfanns även statligt ägda SBAB och Venantius samt de bankägda bostadsinstituten Handelsbanken Hypotek, Nordbanken Hypotek, S-E-Banken Bolån samt Föreningsbanken Kredit.

Under 1997 har två större fusioner genomförts på bankområdet som även berört strukturen för bostadsinstituten. Fusionerna ifråga gäller dels Handelsbankens förvärv av Stadshypotek, dels samgåendet mellan Sparbanken Sverige och Föreningsbanken (inklusive samordningen av Spintab respektive Föreningsbanken Kredit). Därmed har koncentrationen nått en punkt där bostadsinstitut inom två bankkoncerner, Handelsbanken och FöreningsSparbanken, tillsammans med statliga SBAB svarar för närmare 80 procent av marknaden.

Koncentrationstendenserna är inte lika framträdande på marknadens placerarsida, även om de institutionella investerarna där väger tungt. Genom att den långfristiga fastighetsfinansieringen utgör ett dominerande inslag på den svenska kreditmarknaden är det naturligt att alltid återfinna höga andelar bostadspapper i samtliga institutionella placerares portföljer, däribland Allmänna Pensionsfonden, de privata livförsäkringsbolagen och de ledande affärsbankerna . Dessa placerare innehar för närvarande ca. två tredjedelar av den samlade bostadsobligationsstocken.

Utredningens direktiv för en problemdiskussion väsentligen med utgångspunkt i här redovisade strukturella marknadsförhållanden. Koncentrationen på bostadsobligationsmarknaden hade redan innan sammanslagningarna under 1997 begränsat placeringsalternativen för de institutionella investerare som har intresse att placera och omsätta stora volymer bostadsobligationer. Därefter har det alltså skett en ytterligare ”förtätning” bland emittenterna. Det kan mot denna bakgrund inte uteslutas att dagens förhållandevis restriktiva regler för t.ex. försäkringsbolagens högsta tillåtna enhandsengagemang i

bostadsobligationer leder till fördyringar och till effektivitetsförluster i systemet. Reglerna skulle kunna strypa en befintlig efterfrågan på obligationer från försäkringsbolag på marknaden, tvinga fram omdispositioner och nya alternativa upplåningsvägar från berörda bostadsinstituts sida, vilket i sin tur kan ge räntedrivande effekter. Snedvridningar som påverkar räntestrukturen på bostadsinstitutens upplåningssida påverkar också institutens allokering av de slutliga krediterna till exempelvis hushåll och företag.

Utredningsdirektiven pekar på ett näraliggande sätt att komma till rätta med här angivna risker för snedvridningar– att i Sverige införa de särskilda undantagsregler med lättnader beträffande enhandsengagemang som återfinns i EG-direktiven för såväl värdepappersfonder som för försäkringsbolag. Det är utredningens uppdrag att närmare analysera behovet av och förutsättningarna för att genomföra en sådan fullständig anpassning till EG-direktiven. Bestämmelserna tar sikte på stora exponeringar i obligationer utgivna av kreditinstitut som enligt lag träffas av särskilda säkerhets- och tillsynskrav. Bl. a. krävs villkor som ger obligationsplacerarna en prioriterad ställning för återbetalning av kapital och upplupen ränta vid eventuell betalningsoförmåga från emittentens sida. Innebörden av detta är att de ”särskilt säkra” obligationerna enligt EG:s modell måste vara förenade med förmånsrätt vid emittentens konkurs.

Förmånsrätten tar alltså sikte på en konkurssituation, men arrangemanget ger också under normala verksamhetsförhållanden tydlig korrespondens mellan en del av emittentens säkerhetsmassa och de häremot svarande obligationerna. Andra fordringsägare saknar motsvarande koppling till de utpekade tillgångsvärden som skuldtäcker ”särskilt säkra ” obligationer. Som framgått av redogörelsen av avsnitten 1.4 och 1.5 har kvalifikationskraven tolkats så att EG:s undantagsbestämmelser inte kan göras tillämpliga på svenska bostadsobligationer utan att kompletterande regler och standardkrav införs i bl.a. lagen om finansieringsverksamhet.

2.2 Utredningens problemställning

Inledningsvis vill jag framhålla att de problem som utredningens direktiv på detta sätt identifierar när det gäller hypoteksinstitutens tillgång till placeringskapacitet på obligationsmarknaden och befarade negativa effekter av skärpta placeringsregler för försäkringsbolag, för närvarande har begränsad aktualitet. Stora omställningar har visserligen ägt rum i det finansiella systemet under första hälften av 1990-talet. Den svaga konjunkturen, den offentliga skuldkrisen och fastighetskrisen ledde temporärt till störningar och högt uppdrivna marknadsräntor. Emellertid är det inte bara destabiliserande omständigheter som verkar på en avreglerad marknad som den svenska obligationsmarknaden. Stabiliserande faktorer påverkar också det löpande samspelet mellan efterfrågan och utbud. I de lägen där exempelvis statens budgetunderskott har drivit upp det samlade obligationsutbudet och marknadsräntorna har detta återverkat på den privata efterfrågan i ekonomin. Vi har under den senaste lågkonjunkturen sett den ekonomiska aktiviteten sjunka över lag och kreditefterfrågan från allmänheten falla. Bostadsbyggandet och andra investeringar i ekonomin har dragits ned. Aktiviteterna i det befintliga beståndet på fastighetsmarknaden har dämpats.

De periodvis höga räntenivåerna har i de sammanhangen inneburit påfrestningar i ekonomin, men räntorna har också haft stabiliserande verkan om man ser till marknadens efterfrågesida. Banker, företag och hushåll har i ökad utsträckning riktat delar av sin efterfrågan på placeringar mot bostadsobligationsmarknaden. Vi har sett en dynamisk process med ständiga anpassningar under skiftande räntenivåer.

Den senaste tiden har denna process i allt väsentligt ägt rum under positiva förtecken. Sett över ett par år har räntenedgången varit betydande och kreditexpansionen dämpad. För bostadsinstituten har tillgången till placeringskapacitet inom och utom landet varit så god att all omsättning och nyupplåning kunnat genomföras utan nämnvärda problem. I den meningen kan jag konstatera att de övergripande makroekonomiska förhållandena har ändrats jämfört med det

väsentligt sämre läge som rådde när Bankföreningen med flera andra intressenter gjorde framställningar till regeringen i frågan om EG:s undantagsbestämmelser under 1993 och 1994. Det faktum att marknadsförhållandena skiftar över tiden bör å andra sidan inte tolkas som att alla problem beträffande tillgången på placeringskapacitet på obligationsmarknaden har undanröjts. Inte heller nuläget betraktar jag som ett långsiktigt jämviktsläge och händelser som framöver utlöser nya påfrestningar och tillfälliga obalanser på obligationsmarknaden kan naturligtvis inte uteslutas.

Utredningens problemställning bör dock inte inskränkas till de obalanser och flaskhalsproblem som från tid till annan kan uppträda på obligationsmarknaden. Det är enligt min mening nödvändigt att sätta in utredningsuppdraget i ett vidare makroekonomiskt perspektiv, som utgår från bostadsfinansieringsmarknadens befintliga struktur och organisation men som även väger in andra förändringar i villkor och förutsättningar för institutens obligationsupplåning, exempelvis ändrade omvärldsförhållanden och konkurrensförhållanden.

Inte minst harmoniseringen inom EU och fullbordandet av den gemensamma inre marknaden innebär att en ny finansiell miljö håller på att växa fram för de svenska bostadsinstituten. Utlandsorienteringen förstärks på olika delmarknader. Offentliga regleringar och tillsynsinsatser samordnas i ökad utsträckning. Spelregler och konkurrensförutsättningar ändras därmed. Mot denna bakgrund kan det vara av intresse att se på utredningsuppdraget från flera perspektiv och diskutera ett antal påverkande faktorer i sammanhanget, såväl inhemska som utländska. Jag återkommer till detta i den redovisning av den ekonomiska bakgrunden som lämnas i avsnitt 3.

En väsentlig fråga, som också utredningsdirektiven tar upp, är om vissa ändringar och förtydliganden i gällande kreditmarknadslagstiftning skulle kunna underlätta för bostadsinstitutens emissioner på olika marknader, så att obligationerna kom att uppfattas som säkrare investeringsobjekt och upplåningskostnaderna därigenom minskade. Det är här fråga om åtgärder som kan förbättra obligationsmarknadens allmänna funktionssätt och underlätta en fortsatt breddning av institutens upplåningsbaser till nya placerarkategorier. Resonemanget knyter an till formerna och villkoren för de emissioner som bostads-

instituten verkställer på primärmarknaderna, men också till den handel som löpande sker på sekundärmarknaderna.

Ur effektivitetssynpunkt är det normalt en fördel om de instrument som emitteras och omsätts på dessa marknader har en homogen och tydlig struktur. Vidare bör de volymer som omsätts vara betydande. Det öppnar för låga transaktionskostnader, en viktig förutsättning för att de slutliga låntagarna skall få sin finansiering effektivt ordnad till lägsta möjliga kostnad. En annan viktig norm i sammanhanget är att en obligationsköpare skall kunna nå en rimlig avvägning mellan risk och avkastning för olika placeringsalternativ. De bedömningar och jämförelser som görs vid en investering gäller inte bara kreditrisker utan också marknadsrisker (likviditets- och ränterisker). En långt driven standardisering av villkor och säkerhetsarrangemang innebär normalt ett bättre utgångsläge när det gäller att överblicka obligationernas samlade riskinnehåll.

Till bilden hör att hypoteksinstituten inte ställer några formella *säkerheter* för sin obligationsupplåning, vare sig på den svenska marknaden eller vid upplåning på internationella kapitalmarknader. Upplåningen sker genomgående med stöd av institutets namn och mot bakgrund av sk. negativklausuler i obligationsprospekten, dvs. förbindelser att inte heller i andra sammanhang ställa särskild säkerhet för liknande upplåning. En bedömning av kreditrisken i en bostadsobligation måste därför baseras på information om ett antal faktorer som kan påverka emittentens balansräkning. Lönsamhet, kreditförluster, ägar- och koncernförhållanden är exempel på väsentliga faktorer i sammanhanget.

Vidare måste en mer ingående analys av bostadsinstitutens finansiella stabilitet och bostadsobligationernas kvalitet grundas på en bedömning av värdet av de säkerheter som låntagarna ställt i form av fastighetspanter. Säkerheten i en bostadsobligation kan inte undgå att påverkas om t. ex. fastighetspriser eller belåningsgrader ändras över tiden. Det är mot denna bakgrund viktigt att en enskild placerare, eller ett kreditvärderingsinstitut, på ett enkelt sätt kan informera sig om de bakomliggande fastighetspanterna och om riskerna för ränte- och kapitalförluster i bostadsinstitutens egna utlåningsportföljer i olika marknadssituationer.

Det ligger i sakens natur att olika placerare har skilda erfarenheter och utgångslägen för denna kreditvärderingsprocess. Inhemska banker eller andra institutionella placerare i Sverige har sannolikt lättare än motsvarande utländska aktörer att bedöma risk och avkastning för olika placeringsalternativ. Jag har dock noterat ett uttalat intresse från de ledande bostadsinstitutens sida att successivt bredda kretsen av obligationsköpare, inte minst att nå fler placerare på de internationella kapitalmarknaderna. En huvudfråga för utredningen blir med denna utgångspunkt om en anpassning till EG-direktivens krav på förmånsrätt för obligationsköparna och särskilda offentliga tillsynsinsatser kan främja en ökad tydlighet och förenkla placerarnas genomlysning av bostadsinstitutens obligationsstockar.

Jag ser frågan om att införa förmånsrätt på den här aktuella delen av obligationsmarknaden som avgörande. Syftet med förmånsrätten är nämligen att säkerställa att det vid varje tidpunkt föreligger korrespondens mellan en viss tillgångsmassa – bottenlån till bostäder och motsvarande lån till kommersiella lokaler – och en utpekad stock obligationer. För att få avsedd verkan i en eventuell obeståndssituation måste förmånsrätten underbyggas av en fortlöpande registrering av den tillgångsmassa som berörs. Registret är viktigt ur kontrollsynpunkt för att säkerställa att det råder värdemässig balans mellan registertillgångarna och de utestående obligationerna i systemet. Förmånsrätten och den här beskrivna balansprincipen för utvalda tillgångar och skulder kan därför utnyttjas för flera syften än de som direkt sammanhänger med hanteringen av en eventuell obeståndssituation.

I vilken utsträckning dagens lagfästa maximigränser för de svenska försäkringsbolagens enhandsengagemang gentemot enskilda obligationsemittenter eventuellt bör höjas blir med detta angreppssätt inte en huvudfråga. Den blir en av flera följdfrågor som jag tar ställning till i avsnitt 4, mot bakgrund av de överväganden och förslag som rör hypoteksobligationernas villkor och säkerheter.

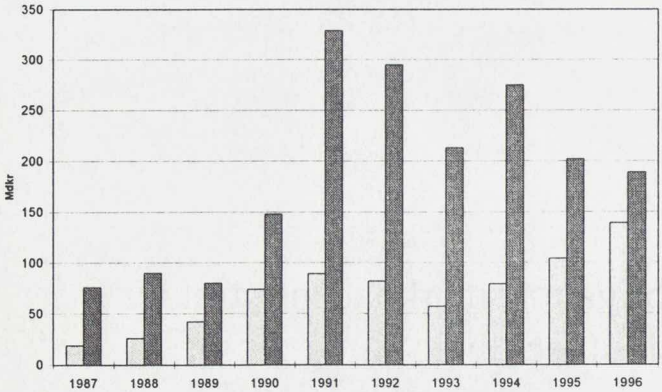
3 Den ekonomiska bakgrunden

3.1 Obligationsmarknadens struktur och utveckling

Som redan framgått är det staten och bostadsinstituten som dominerar den svenska obligationsmarknadens emittentsida. Tillsammans svarade dessa emittenter vid utgången av 1996 för drygt 1 525 mdr kronor i räntebärande obligationer eller ca 90 procent av den samlade utestående stocken i svenska kronor. Härav svarade bostadsobligationerna för 51 procent, eller 780 mdr kronor. På den kortfristiga penningmarknaden, som vid motsvarande tid omfattade certifikat och statsskuldväxlar för 380 mdr kronor, är dominansen för staten mer uttalad. Bostadscertifikaten svarade vid utgången av 1996 för ca en tredjedel av den samlade certifikatstocken, eller 138 mdr kronor.

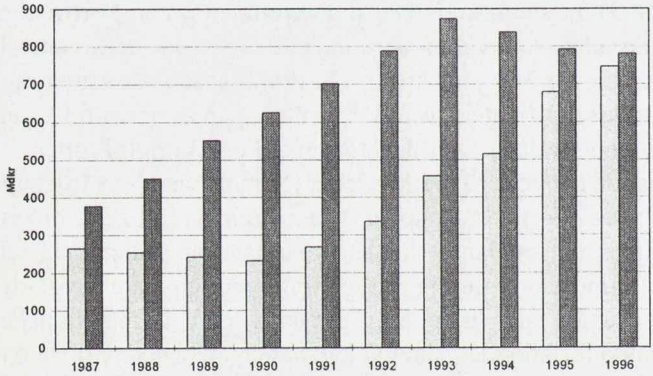
Den löpande handeln på marknaderna för räntebärande värdepapper bedrivs väsentligen i statspapper. Det är framför allt fråga om ett antal volymmässigt betydande sk. benchmarklån från statens sida och därutöver, i mindre omfattning, obligationer emitterade av bostadsinstitut. I det senare fallet är det fråga om ett femtontal obligationslån med varierande förfallotider som har karaktären av benchmarklån där en fungerande avistamarknad upprätthålls. Av den samlade bostadsobligationsstocken svarar dessa lån för drygt 40 procent.

Penningmarknadsinstrument, utestående nominella belopp



Källa: Riksbanken □ Bostadscertifikat ■ Stadsskuldsväxlar

Obligationer, utestående nominella belopp



Källa: Riksbanken □ Stadsobligationer ■ Bostadsobligationer

Mot bostadsinstiutens upplåning svarar huvudsakligen institutens utlåning till allmänheten, dvs. till företag, hushåll och kommuner, mot säkerhet i fast egendom. Sektorns totala utlåning till allmänheten uppgick till 1 016 mdr kronor vid utgången av 1996 med följande fördelning: småhus 42 procent, flerbostadshus 49 procent, affärs- och kontorshus 4 procent, privata bostadsrätter 2,5 procent, direkta reverslån till kommuner 1,5 procent och lån till övriga ändamål 1 procent.

Bostadslån mot pant i fast egendom dominerar. Därutöver sker viss del av institutens utlåning med stat och kommun som låntagare eller garantigivare. Pantbreven i fast egendom täcker minst det belopp som lånas upp mot obligationer och belåningsgraderna ligger normalt inom 75-85 procent av fastigheternas uppskattningsvärden.

Upp- och utlåningsverksamheten är som tidigare framgått koncentrerad till ett fåtal stora aktörer. De fem ledande bostadsinstituten redovisar en marknadsandel på närmare 90 procent. Spintab och Stadshypotek svarade ensamma för drygt halva den utestående lånestocken vid senaste årsskifte, marknadsandelar som vuxit till närmare 65 procent under 1997 till följd av de båda bankfusioner som verkställts.

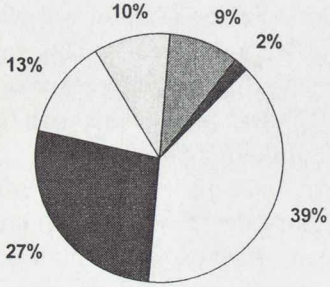
Denna koncentrerade struktur kan väsentligen förklaras av ekonomiska stordriftsfördelar och av en långt driven rollfördelning inom de större svenska bankkoncernerna. Den historiska framväxten under regleringstiden på 1960- och 70-talet, där bostadsinstituten fungerade i rollen som "mellanhandsinstitut" i nära samverkan med bankerna, AP-fonden och försäkringsbolagen, har också spelat in. De stora volymerna i upp- och utlåningssammanhang blev då ett av kännetecknen för bostadsinstituten. Storskaligheten har därefter kvarstått som en avgörande faktor för bostadsinstitutens konkurrenskraft också på de avreglerade finansmarknaderna.

Noggrann matchning av institutens ränte- och återbetalningsvillkor är också en av grundförutsättningarna för att marginalerna skall kunna hållas låga. I genomsnitt redovisar bostadsinstituten en skillnad mellan upplåningskostnader och utlåningsräntor på ca en procentenhet. Villkoren är till övervägande del bundna för kortare eller längre

tid. Den genomsnittliga återstående räntebindningstiden i portföljerna var vid utgången av 1996 knappt två år.

Bostadsinstitutens balansomslutning och utlåning, mdr kr.

	1995	1996
Balansomslutning	**1102**	**1075**
Utlåning till allmänheten	**990**	**1016**



Bostadsinstitutens balansomslutning, procent

1 Stadshypotek (28%)+ Handelsbanken Hypotek (11%)
2 SPINTAB (24%) + Föreningsbanken Kredit (3%)
3 SBAB (13%)
4 Nordbanken Hypotek (10%)
5 SE-banken Bolån (9%)
6 Venantius (2%)

3.1.1 Huvuddrag i utvecklingen

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. Bostadsinstitutens snabba kreditexpansion mot slutet av 1980-talet och motsvarande uppgångar i obligationsemissionerna balanserades av det faktum att den statliga inhemska obligationsupplåningen i princip låg oförändrad under flera år.

Tabell 1. Nominell BNP i Sverige och utestående stock av obligationer

		1985	1990	1995
Nominell BNP:	Mdr SEK	867	1 360	1 635
	Index	100	157	189
Statsobligationer:	Mdr SEK	230	233	679
	Index	100	101	295
Bostadsobligationer:	Mdr SEK	262	625	792
	Index	100	239	302
Summa obligationer, andel av BNP:	Procent	57	64	90

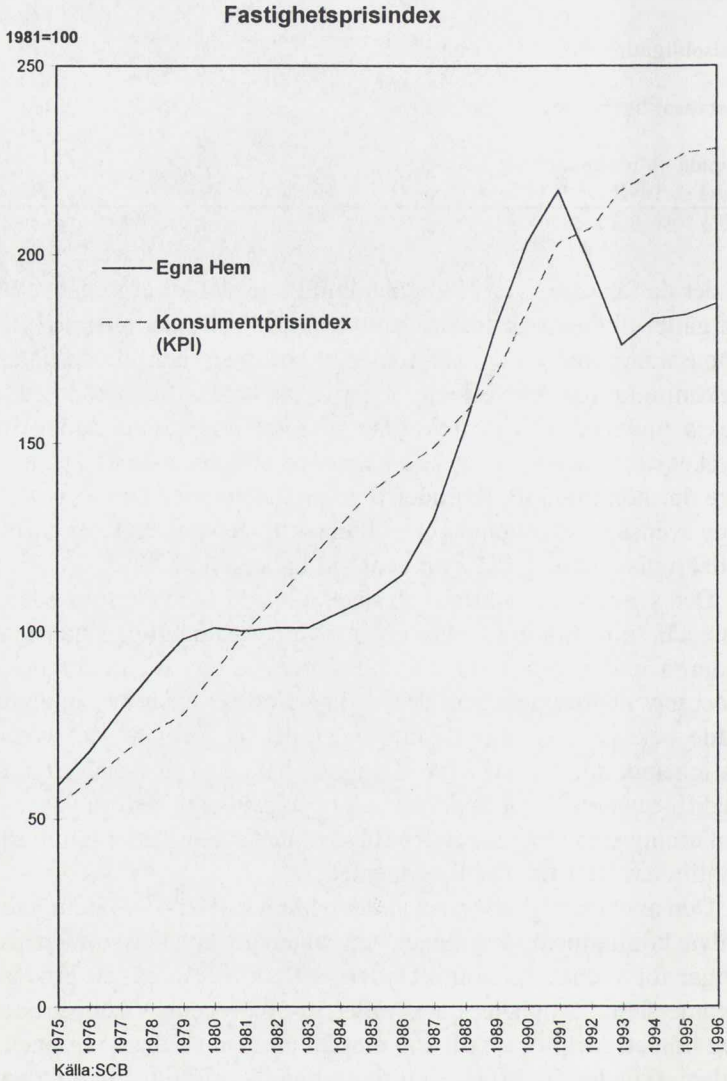
Källa : SCB, Riksbanken

Under de första åren på 1990-talet inträffade ett tydligt trendbrott när det gäller obligationsstockarnas utveckling och relationen till BNP. Anpassningarna i den ekonomiska politiken och den ihållande lågkonjunkturen återverkade negativt på statens budgetunderskott. Dessa underskott växte rekordartat vilket i sin tur tvingade fram mycket stora emissioner av statspapper på obligationsmarknaden. I ett läge där nominella BNP under flera år stagnerade växte den utestående svenska obligationsstocken från 65 procent av BNP 1990 till en andel motsvarade hela 92 procent vid utgången av 1993.

Den svaga konjunkturen och statens snabbt växande skuldsättning framstår som centrala förklaringar till utvecklingen på finansmarknaderna under denna tid. Skattereformen, höga realräntor och en successiv nedtrappning av det statliga stödet i form av räntebidrag ledde också till en urholkning av värdet av delar av det svenska fastighetsbeståndet. Många låntagare hamnade i svårigheter och kreditförlusterna i banksektorn och bostadsinstitutsektorn växte i en omfattning som tvingade staten till särskilda stödåtgärder för att säkra stabiliteten i det finansiella systemet.

Den akuta fastighetskrisen under perioden 1991-1993 kom, utöver själva konjunturförsvagningen, att innebära mycket stora påfrestningar för svensk ekonomi. Under 1991 utlöstes t.ex. ett prisras på kommersiella fastigheter i intervallet 50-60 procent. Vakansgraderna steg från ett par procent till upp mot 20 procent i många regioner. På villamarknaden inträffande en motsvarande prisnedgång med något

års eftersläpning. Under 1992 föll de genomsnittliga villapriserna i Stockholmsområdet med i storleksordningen 20-25 procent. Nedgången i hela riket stannade på 15-20 procent i genomsnitt.



De senaste åren har emellertid läget på de finansiella marknaderna stabiliserats. Konjunkturen har sakta återhämtats och staten har återtagit kontrollen över budgetunderskott och lånebehov. Låg inflation och minskade balansproblem i ekonomin har fått räntorna att falla, vilket i sin tur haft positiva återverkningar på hela den reala ekonomin, inklusive fastighetsmarknaden. En försiktig återhämtning har mot denna bakgrund noterats på villamarknaden sedan ett à två år. För de kommersiella lokalerna är marknadsbilden alltjämt splittrad. Priserna låg dock stabila under 1996 och i storstadsområdena noteras nu åter tendenser till stigande hyror och försäljningspriser.

Den allmänna kreditefterfrågan i ekonomin har fortsatt att vara dämpad även under de senaste årens återhämtningsperiod. Det privata sparandet har hållits högt och vi har sett betydande omdispositioner i placeringsportföljerna hos bl.a. hushåll, företag och försäkringsbolag.

3.1.2 Balansen mellan utbud och efterfrågan

Följer man samspelet mellan utbud och efterfrågan på obligationer under en längre tidsperiod finner man inte oväntat att svängningarna i statens finansiella sparande och därav följande anspråk på upplåningsutrymme på obligationsmarknaden i hög grad påverkar utvecklingen. De restriktioner som t.ex. träffade bostadsinstituten under finanskrisen genom höga upplåningsräntor och en uttalad konkurrens med staten om tillgänglig placeringskapacitiet är inte längre lika kännbara. Utbudsförhållandena har ändrats och bostadsinstituten har därutöver satt in åtgärder i syfte att bearbeta nya placerarkategorier för att den vägen bredda basen för sin marknadsupplåning.

Visserligen har flera tunga institutionella placerare som AP-fonden och försäkringsbolagen dragit ned sina innehav av bostadsobligationer, men dessa förändringar har balanserats av en övrig inhemsk efterfrågan från bl.a. banker, företag och hushåll. I någon mån har även andelen utländsk upplåning ökat, då i första hand vad gäller lån

i utländsk valuta. Genom swap-transaktioner valutasäkras denna upplåning och redovisas som åtaganden i kronor i bostadsinstitutens balanser.

Tabell 2. Placeringar i bostadsobligationer
Total utelöpande stock och procentuell fördelning

	1988	1992	1996
Utelöpande stock, mdr SEK	451	788	777
Fördelning, procent	100	100	100
Bankerna	18	8	19
AP-fonden	34	33	22
Försäkringsbolagen	29	23	21
Övrigt	19	36	38
varav privatobligationer	-	*3*	*9*
företag, fonder mfl	-	*17*	*10*
utland i SEK	-	*8*	*4*
utland i utl. valuta	-	*8*	*15*

Källa: Riksbanken

Tabellen ovan visar hur det skett betydande förändringar i placerarnas portföljer sedan slutet av 1980-talet. Försäkringsbolagen och AP-fonden har reducerat sina innehav av bostadsobligationer, en nedtrappning som förklaras av flera faktorer.

Ränteskillnaden gentemot statsobligationerna har svängt kraftigt till följd av ändrade bedömningar av bostadsobligationernernas kreditrisker och marknadsrisker under och efter själva finanskrisen. Bostadsobligationernas säkerhet och likviditet försämrades genom prisfallen på fastighetsmarknaden och den efterföljande resultatnedgången i bostadsinstituten under perioden 1991-93. Detta påverkade samtliga större placerares 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 placeringskapacitet kom i detta läge att styras över till de mer likvida statspapperen. Strävan efter bättre diversifiering i portföljerna har därefter fortsatt, så också prioriteringen av placeringar med god likviditet.

Till bilden hör att försäkringsbolagen allt sedan början av 1990-talet varit förberedda på att nya placeringsregler skulle införas i Sverige. Implementeringen dröjde visserligen till 1995 men bolagen hade då redan genomfört merparten av de anpassningar som krävdes, dels med hänsyn till kraven på spridning av placeringarna på olika tillgångsslag, dels när det gäller kraven att begränsa större enhandsengagemang i aktier och obligationer från en och samma emittent. Vidare innebar det nya regelsystemet fr.o.m. 1995 att försäkringsbolagen vid sidan av räntebärande obligationer fick möjligheter att utnyttja placeringar i aktier för att täcka sina försäkringstekniska skulder. Resultatet blev att andelen statspapper och aktier ökade bland försäkringsbolagens placeringstillgångar på beskostnad av bl.a. innehaven av bostadsobligationer.

Samtidigt noterades en växande efterfrågan från andra placerare, institutioner, företag och hushåll. En markerad uppgång i bankernas innehav av bostadsobligationer följde exempelvis direkt efter Riksbankens omläggning av valuta- och penningpolitiken mot slutet av 1992 och början av 1993. Lättnaderna i penningpolitiken återverkade på det allmänna ränteläget och den närmast obefintliga låneefterfrågan som riktades mot banksystemet gjorde att bankernas likviditetsläge vid denna tid snabbt förbättrades. Delar av bankernas kreditgivningskapacitet kunde mot denna bakgrund kanaliseras till bostadsobligationsmarknaden.

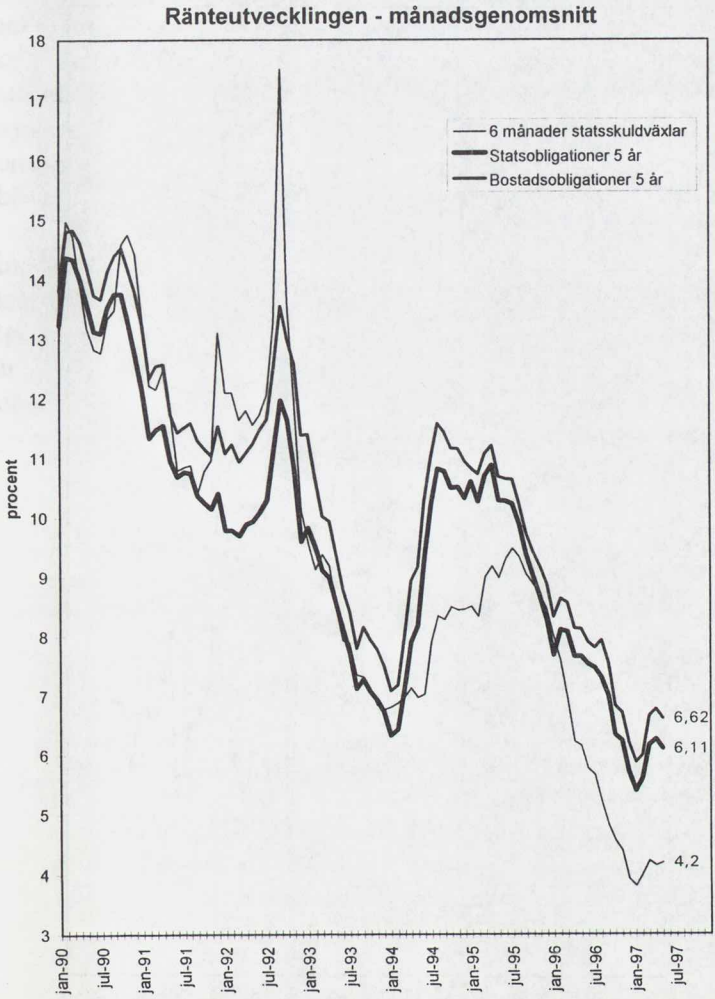
Tabell 3. Finansinstitutens obligationsinnehav

	1988	1992	1996
Bankerna:			
Obligationsinnehav, mdr SEK	116	99	225
Andel av balansomslutning (%)	10	6	12
varav bostadsobligationer (%)	7	5	8
AP-fonden :			
Obligationsinnehav, mdr SEK	256	384	399
Andel av totala tillgångar (%)	76	84	75
varav bostadsobligationer (%)	51	56	32
Försäkringsbolagen:			
Obligationsinnehav, mdr SEK	190	267	411
Andel av placeringstillgångar (%)	47	43	40
varav bostadsobligationer (%)	35	29	16

Källa: Riksbanken

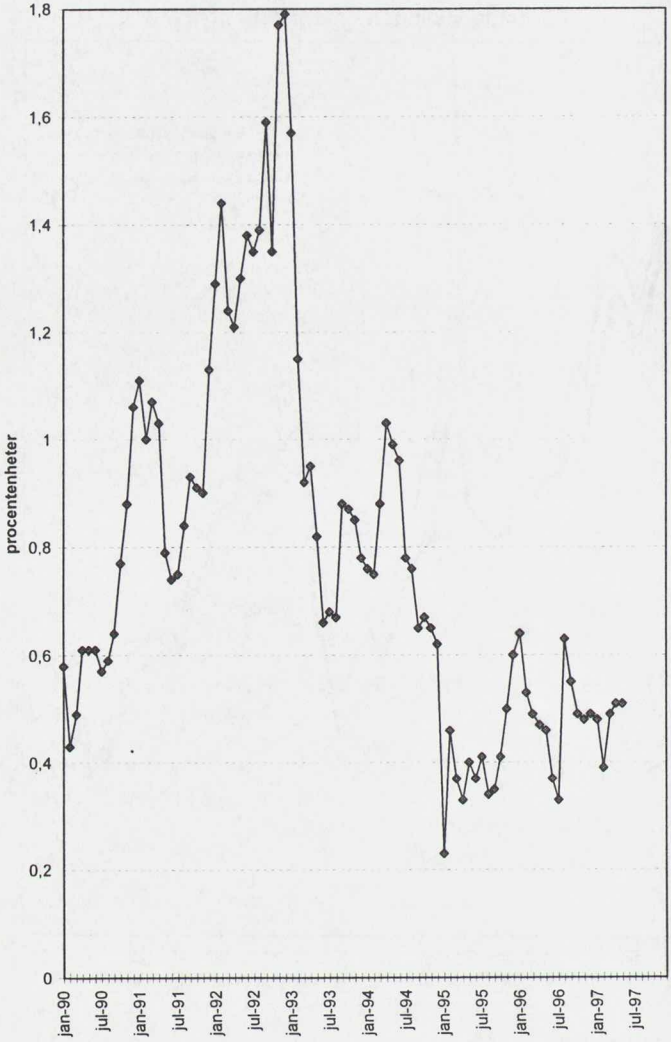
3.1.3 Bostadsobligationsspreadens utveckling

Under finanskrisens akuta skede i slutet av 1992 och början av 1993 drevs räntedifferensen mellan jämförbara statsobligationer och bostadsobligationer upp på ett markant sätt. Räntedifferensen mellan papper med 5-årig löptid, som mot slutet av 1989 låg på ca 0,5 procentenheter, ökade till omkring 1 procentenhet under 1990 för att vintern 1992-93 som högst hamna i ett intervall mellan 1,5 till 2 procentenheter. Osäkerheten om den svenska fastighetsmarknadens utveckling och om bostadsinstitutens sårbarhet var då betydande. Samtidigt fortsatte bostadsinstituten att öka utbudet av obligationer på marknaden, tills dess allmänhetens låneefterfrågan mattades av under 1993-94. Även staten ökade sitt utbud genom nya emissioner under denna period.



Källa: Riksbanken

Bospreaden (mellan 5-årig stats- och bostadsobligationsränta)



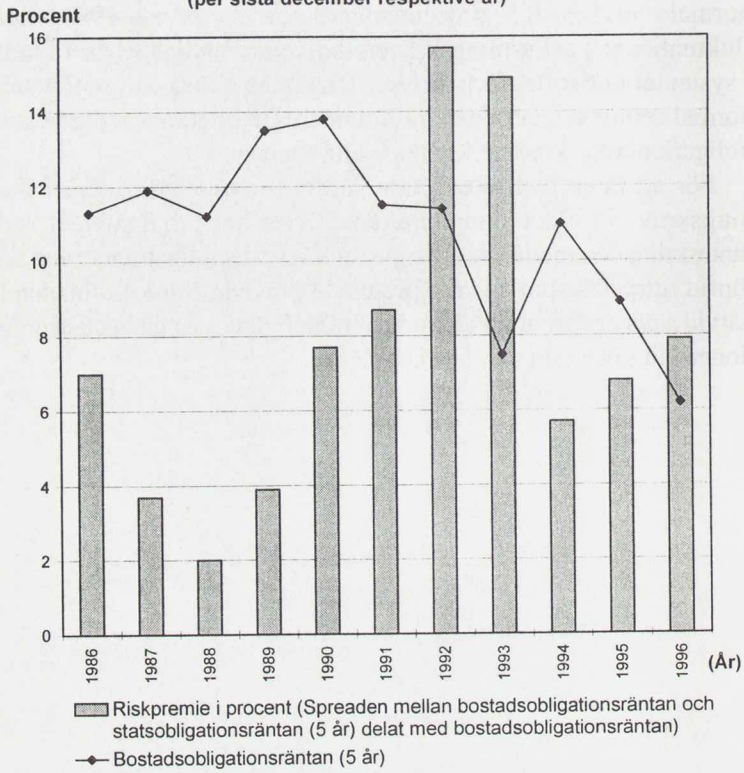
Källa: Riksbanken

När det allmänna ekonomiska läget därefter stabiliserades och låneefterfrågan via bostadsinstituten dämpades kom ränteskillnaden mellan 5-åriga statspapper och bostadspapper att reduceras till mer normala nivåer, 0,5 procentenheter vid slutet av 1994. Dessa fluktuationer i avkastningskraven indikerar betydande riskökningar i systemet under de akuta krisskedena, men också en relativt snabb normalisering så snart de extraordinära osäkerheterna kring bostadsobligationernas kreditrisker hade eliminerats.

För att få en mer rättvisande jämförelse av marknadens avkastningskrav vid olika nominella räntenivåer har i diagrammet nedan ränteskillnaden mellan statspapper och bostadsobligationer med 5 års löptid uttryckts som en "riskpremie" i procent. Ränteskillnaden har härvid satts i relation till rådande nominell räntesats på bostadsobligationer vid utgången av respektive år.

Avkastningskrav på bostadsobligationer

(per sista december respektive år)



Källa: Riksbanken

Jämförelsen för perioden 1986 till 1996 visar framför allt på de mycket stora fluktuationer som varit. Det bör kanske också noteras att riskpremien, mätt på detta sätt i procent av den nominella obligationsräntan, har varit svagt stigande sedan 1994. Obligationsköparnas avkastningskrav för investeringar i bostadsobligationer har helt enkelt inte justerats ned i takt med den allmänna räntenedgången på marknaden. Riskpremien stannade på 5,5-6 procent av bostadsobligationsräntan i december 1994. Då var den nominella bostadsobligationsräntan förhållandevis hög, nära 11 procent. I december 1996 hade riskpremien ökat något, till 7,9 procent, samtidigt som bostadsobligationsräntan fallit till 6,2 procent.

Någon mer precis uttolkning av innebörden av dessa variationer i avkastningskrav vid olika tidpunkter låter sig knappast göras. De förhållanden som påverkar prissättningen på obligationsmarknaden är komplexa. Fr.o.m. halvårsskiftet 1996 avskaffade t ex. staten den tillfälliga garanti för bankernas och bostadstinstitutens förbindelser som gällt sedan hösten 1992. Detta inträffade som framgått under en period av betydande räntenedgångar under 1996 och sammanföll även med resultatförbättringar i bankerna och i bostadsinstituten. Utbudet av fastförräntade bostadsobligationer minskade något medan certifikat och obligationer till rörlig ränta ökade. Statens upplåningsbehov reducerades.

De omdipositioner som de större placerarna gjorde under 1996 måste därför utvärderas mot bakgrund av flera omständigheter som påverkat samspelet mellan utbud och efterfrågan. Det kan i det sammanhanget noteras att försäkringsbolagen under året åter ökade innehavet av bostadsobligationer från 136 mdr kronor till 167 mdr, detta efter att ha nettosålt bostadspapper under flera år. Även bankerna ökade sina innehav av bostadsobligationer, från 131 till 142 mdr kronor. Den trendmässiga nedtrappningen av AP-fondens bostadsobligationsportfölj fortsatte dock under 1996. Innehavet minskade från ett belopp motsvarande 209 mdr kronor till 170 mdr kronor.

Utvecklingen under 1996 illustrerar hur olika institutionella investerare agerar efter skilda strategier beroende på utgångläge och förutsättningar. Strävan efter diversifiering i respektive placerings-

portföljer leder till olika anpassningar som påverkar balansen mellan efterfrågan och utbud på obligationsmarknaden. Emittenterna av obligationer har därför anledning att söka vägar att bredda sin upplåning till olika marknader och utnyttja de förutsättningar som internationaliseringen på värdepappermarknadsområdet skapar. Detta ställer i sin tur krav på en aktiv marknadsbearbetning och på ett deltagande i olika ratinginstituts kreditvärderingsprocesser.

3.2 Bostadsinstituten ur ett rating-perspektiv

Den positiva utvecklingen i bostadsinstitutens rörelseresultat åren efter finanskrisen har noterats av marknadens aktörer liksom av de kreditvärderingsinstitut som svarar för officiell rating av de bostadsinstitut som är verksamma på de internationella kapitalmarknaderna. Det gäller bl.a. Standard & Poor's (S&P) och Moody's. Som tidigare framgått har bostadsinstituten gynnats av den allmänna återhämtningen i svensk ekonomi. Sjunkande kreditförluster har påverkat resultatutvecklingen och successivt förbättrat kapitaltäckningsläget.

Tabell 4. Bostadsinstitutens resultat och kapitaltäckning

	Rörelseresultat Mdr SEK	Kapitaltäckning Procent
1993	1 601	10,5
1994	5 130	12,4
1995	8 366	15,8
1996	8 877	15,8

Källa: Finansinspektionen

Efter vissa nedgraderingar under själva fastighetskrisen har utsikterna för flertalet bostadsinstitut mot denna bakgrund varit stabila allt sedan 1995. Spintab hör till de aktörer som har betydande emissioner på utländska marknader och därför är beroende av officiell rating. Bolaget bedöms och graderas som en självständig enhet av Moody's och har härvid tilldelats en långfristig rating som motsvarar Aa3, i

nivå med värderingen av svenska staten. Det kan härvid noteras att moderbanken, Sparbanken Sverige, graderas ett par steg lägre på nivån A2. Uppgifterna är hämtade från Moody's under juni 1997.

Endast Handelsbanken återfanns vid halvårsskiftet 1997 på Spintabs nivå vad gäller officiell rating, Aa3. Moody's långfristiga gradering av de båda marknadsledande bostadsinstituten med upplåning på utländska kapitalmarknader, Stadshypotek och SBAB, stannade två steg under denna gradering, dvs på A1.

S&P:s rating av de bankägda bostadsinstituten är inte jämförbar då denna genomgående avser den samlade koncern där bostadsinstituten ingår, inklusive respektive moderbank. S&P gav i början juni 1997 högst långfristigt betyg till statliga SBAB och Venantius, AA- respektive AA+ . Bland bankkoncernerna ges högst betyg åt Handelsbanken och Nordbanken , A+ respektive A.

Redovisningen antyder alltså vissa skillnader mellan värderingsinstituten. Dessa utgår från något olika kriterier när man fastställer sin rating av svenska emittenters obligationsprogram. Grundläggande för bedömningen är alltjämt förmågan hos emittenterna att fullt ut infria åtagandena till obligationsköparna vid rätt tidpunkt. Allt större betydelse tillmäts berörda emittenters förmåga att redovisa stabila resultat- och balansräkningar, oberoende av eventuella stöd från ägare eller andra koncernbolag. Moody's bedömning av bostadsinstituten som självständiga enheter är ett uttryck för detta synsätt. För bostadsinstitutens vidkommande innebär detta att fokus i hög grad hamnar på kvaliteten i de egna kreditportföljerna, dvs. portföljernas utseende och diversifiering samt nivåer och trender för problemkrediterna.

Fortsatta förbättringar i bostadsinstitutens resultat- och balansräkningar är mot denna bakgrund en grundförutsättning för att en högre kreditgradering skall kunna realiseras. Exemplet Spintab visar också på en annan dimension när det gäller rating-frågan. För den emittent som graderas i nivå med konungariket Sverige förutsätter framtida uppgradering att det först sker en omvärdering av förhållandena i och utsikterna för svenska statsfinanser och för svensk ekonomi.

3.3 Förutsättningarna på längre sikt

Vid en tillbakablick över en något längre tidsperiod förefaller samspelet mellan utbud och efterfrågan ha utvecklats på ett tillfredsställande sätt på den svenska obligationsmarknaden, trots betydande påfrestningar under vissa tidsperioder. Som framgått av redovisningen i föregående avsnitt har beloppsmässigt mycket stora omdispositioner skett i de institutionella placerarnas portföljer, särskilt under första hälften av 1990-talet. Omdispositionerna har naturligtvis återverkat på prisrelationerna på marknaden och kortsiktigt lett till påfrestningar. De tycks dock i allt väsentligt ha genomförts utan bestående fördyringar eller andra bestående effektivitetsförluster i denna del av det finansiella systemet.

De problem som införandet av EG:s placeringsregler för försäkringsbolag medförde på obligationsmarknaden framstår i det sammanhanget närmast som marginella. En förklaring kan vara att effekterna av de ändrade placeringsreglerna kom att spridas över en relativt lång tidsperiod. Vidare sammanföll försäkringssektorns olika portföljanpassningar med andra betydelsefulla händelser i svensk ekonomi som också återverkade på marknadsutvecklingen och drev upp avkastningskraven för olika placeringar.

Marknadsräntorna på bostadsobligationer har över tiden varierat i högre grad än motsvarande räntor på statspapper. Volatiliteten har dock efter hand dämpats och obligationsräntorna har över lag stabiliserats på förhållandevis låg nivå. All omsättning och nyupplåning sker för närvarande utan några allvarliga problem från bostadsinstitutens sida. Möjligen framstår ränteskillnaden mellan bostadsobligationer och jämförbara statspapper som något hög i rådande marknadsläge – 0,4 till 0,5 procentenheter vid en nivå på marknadsräntan nära 6 procent.

Till bilden hör att de stora institutionella investerarna alltjämt företar omdispositioner i sina placeringsportföljer i syfte att nå ökad diversifiering och att anpassa portföljernas likviditetsinnehåll. Omdispositionerna kan inte undgå att påverka samspelet mellan efterfrågan och utbud och därmed marknadens ränterelationer. På en

avreglerad marknad är det fråga om ständiga anpassningsprocesser, vilket innebär att förhållandena snabbt kan ändras. Det finns därför anledning att uppmärksamma några tänkbara förlopp som eventuellt skulle kunna skärpa kraven på bostadsinstitutens obligationsupplåning och på institutens anpassningsförmåga de närmaste åren.

3.3.1 Påverkande faktorer

En avgörande faktor i det sammanhanget gäller *statens anspråk* på utrymme på den inhemska obligtionsmarknaden. Erfarenheterna har visat hur ökad statsupplåning kan tränga undan annan upplåning på marknaden och driva upp den allmänna räntenivån i ekonomin. Den offentliga sektorns finanser fortsätter dock att förbättras under 1997. Utgifter och inkomster förväntas under 1998 att balansera för att senast 1999 vända till ett överskott. Därmed kommer de offentliga anspråken på kredit- och kapitalmarknaderna att successivt reduceras. I denna del gör utredningen inga andra bedömningar än de som Konjunkurinstitutet givit uttryck för i de senaste konjunkturrapporterna.

Även om staten kan välja att förskjuta tyngdpunkten i upplåningen från utlandet över till den inhemska kapitalmarknaden står det klart att utbudet av statsobligationer inte behöver öka under den tid som nu tillgängliga prognoser för den ekonomiska utvecklingen täcker. Riskerna för en upprepning av mönstret från inledningen av 1990-talet, då utbudet av statspapper i realiteten kom att tränga undan andra låntagare, förefaller mot denna bakgrund vara små. Därtill kommer att allmänhetens efterfrågan på bostads- och fastighetskrediter via bostadsinstituten alltjämt är dämpad. Ökningstakten stannade 1996 på drygt två procentenheter, räknat på den samlade lånestocken.

På några års sikt kan denna låneefterfrågan förväntas öka åtminstone i takt med utvecklingen i nominella BNP. Vid en förväntad genomsnittlig ökningstakt på ca. fem procent växer med sådana antaganden den utestående bostadsobligationsstocken med måttliga 40-50 mdr kronor per år, medan utbudet av statspapper sannolikt minskar. Förskjutningen är inte dramatisk men innebär troligen att

placerarnas intresse för bostadsobligationernas ställning och omsättningsbarhet i den löpande handeln successivt kommer att öka.

Bankernas intresse för att långsiktigt hålla betydande portföljer med bostadsobligationer är svårare att bedöma. Om den direkta kreditefterfrågan i ekonomin ökar kommer detta att påverka bankernas placeringskapacitet och verka i återhållande riktning. En penningpolitisk åtstramning som driver upp de korta räntorna skulle också förändra de gynnsamma förutsättningar som för en tid gällt för bankernas placeringar i obligationer. De prognoser som finns tillgängliga indikerar inga plötsliga omsvängningar i den penningpolitiska miljö som bankerna verkar, men förutskickar ändå något högre räntor i ett perspektiv där BNP-tillväxt och inflation efter hand tilltar. Vidare kan allmänhetens kreditefterfrågan förväntas öka när konjunkturläget stärks. Det finns därför inte utrymmen för mer betydande nettoinvesteringar i bostadsobligationer från bankernas sida, men väl för obligationsstockar på i princip oförändrad nivå.

Inte heller *AP-fonden* kan förväntas uppträda som mer betydande nettoplacerare i ett något längre perspektiv på den svenska marknaden. Tillväxten i fondens placeringskapacitet avtar och placeringsportföljen kan komma att diversifieras ytterligare på några års sikt. En inriktning på fler tillgångsslag i AP-fondens förvaltning skulle t.ex. innebära att den totala räntebärande portföljen minskar. Samtidigt kan fondens omdispositioner från bostadsobligationer till förmån för statspapper förväntas avta så att den framtida placeringspolitiken bättre avspeglar de förskjutningar i motsatt riktning i utbudsförhållandena på marknaden som diskuterats ovan.

Med dessa antaganden torde den avgörande inhemska nettoefterfrågan på bostadsobligationer komma från olika typer av privat sparande, i första hand från *försäkringsbolag,* i viss utsträckning också från *företag och hushåll* i direkta placeringar eller indirekt via andelar i värdepappersfonder. Därtill kommer efterfrågan från olika *utländska placerare* på de internationella kapitalmarknaderna, detta i takt med att den fundamentala ekonomiska utvecklingen i Sverige fortsätter att stärkas. Med vissa grundläggande samhällsekonomiska förutsättningar uppfyllda – måttlig ekonomisk tillväxt, låg inflation, stabila statsfinanser och ett fortsatt högt privat sparande – kommer de

privata försäkringsbolagen och de utländska placerarna sammantaget att kunna tillföra en beloppsmässigt betydande nettoefterfrågan. Givet att det också sker successiva omdispositioner från investeringar i statspapper till större innehav av bostadsobligationer i aktörernas placeringsportföljer kan en god balans mellan efterfrågan och utbud av allt att döma säkras.

Koncentrationen bland emittenterna på marknaden är dock en faktor i sammanhanget som kan få störande inverkan. Genom *fusioner och sammanslagningar* förändras strukturen. Allt större delar av verksamheterna koncentreras till ett fåtal aktörer på det sätt som de genomförda sammanslagningarna av Handelsbanken - Stadshypotek och Sparbanken - Föreningsbanken har givit uttryck för. De här nämnda bankkoncernerna blir de klart marknadsledande på bostadsfinansieringsområdet med marknadsandelar i intervallet 35-40 respektive 25-30 procent.

Det bör först understrykas att denna koncentrationsprocess rymmer flera positiva komponenter. De ekonomiska stordriftsfördelarna kan utnyttjas bättre när de aktuella låneportföljerna når en betydande storlek. Förutsättningarna ökar för att instituten kontinuerligt kan emittera obligationer i tillräckligt stora volymer inom ramen för dagens benchmarksystem. Detta gynnar likviditeten på marknaden. Utlåningsprofilen och riskprofilen blir allt mer lika i de marknadsledande bostadsinstituten.

När koncentrationen drivs allt längre påverkas emellertid också placerarsidans handlingsutrymme. I första hand påverkas försäkringsbolagens kapitalförvaltning, mot bakgrund av gällande placeringsregler. Bolagens räntebärande placeringsalternativ blir färre, åtminstone på den inhemska obligationsmarknaden i svenska kronor. Bl.a. ligger de större svenska livförsäkringsbolagen redan i utgångsläget med innehav av bostadsobligationer i Stadshypotek och i Spintab på nivåer som tangerar gränsen för högsta tillåtna enhandsexponering enligt försäkringsrörelselagens bestämmelser om begränsningar av enskilda placeringsrisker, 7 kap. 10 § försäkringsrörelselagen. Det finns anledning att närmare uppmärksamma hur detta förhållande kan påverka försäkringsbolagens agerande.

3.3.2 Särskilt om försäkringsbolagens enhandsregler

För närvarande gäller enligt försäkringsrörelselagens bestämmelser att belopp motsvarande högst 5 procent av de försäkringstekniska avsättningarna får placeras i värdepapper med samma utgivare. Enhandsgränsen för t.ex. bostadspapper och andra skuldförbindelser som ett enskilt kreditinstitut svarar för är dock 10 procent inom en ram motsvarande 40 procent av de tekniska avsättningarna. Den senare gränsen gäller det sammanlagda innehavet av sådana tillgångar i intervallet 5-10 procent. EG-direktivens undantagsregel, som medger lättnader upp till högst 40 procent av de tekniska avsättningarna för vissa enskilda placeringsrisker (obligationsplaceringar med särskilt låg kreditrisk), har som tidigare framgått inte införts i försäkringsrörelselagen.

Lagstiftningens formella placeringsregler träffar endast en del av försäkringsbolagens samlade tillgångar – den del av tillgångarna som ligger för sk. skuldtäckning och som härvid svarar mot bolagens åtaganden i form av försäkringstekniska avsättningar. För skadeförsäkringsbolagen berör reglerna och kraven på skuldtäckning belopp motsvarande 70-75 procent av den samlade tillgångsmassan. För de traditionella livförsäkringsbolagen ligger 50-60 procent av tillgångarna för skuldtäckning, belopp som därmed träffas av de formella placeringsreglerna. Resterande delar placeras i allt väsentligt fritt.

Tabell 5. Sex större livbolags totala placeringstillgångar, per 1996-12-31 Mdr SEK och procent

Placeringstillgångar	Belopp Mdr	Andel %
Obligationer och penningmarknadsinstrument	357,8	47
varav *statspapper*	*175,3*	*23*
bostadspapper	*115,0*	*15*
Aktier	323,7	42
Fastigheter	49,6	7
Lån mm.	31,1	4
Summa placeringar	**762,2**	**100**

Källa: Finansinspektionen

Officiell statistik som redovisar fördelningen av försäkringsbolagens samlade placeringstillgångar finns att tillgå per kvartal. Enligt denna hade de sex största livförsäkringsbolagen på den svenska marknaden placeringsportföljer med totala marknadsvärden uppgående till 762 miljarder kronor vid utgången av 1996 (se tabell 5). Dessa sex svarade för över 90 procent av livförsäkringsbolagens samlade placeringstillgångar. Motsvarande statistiska uppgifter över bolagens registertillgångar, dvs. tillgångar för skuldtäckning av de försäkringstekniska avsättningarna, saknas dock. Följande översikt över registertillgångar vid utgången av 1996 bygger på interna uppgifter sammanställda av Finansinspektionen.

De formella placeringsreglerna för de sex största livbolagen träffar endast 50 procent av deras placeringstillgångar. De åtaganden i form av försäkringstekniska avsättningar som livbolagen redovisade vid utgången av 1996 uppgick till 371 mdr kronor. För att täcka dessa åtaganden och uppfylla gängse avkastningsgarantier till försäkringstagarna (i intervallet 4-5 procent årligen), måste bolagen hålla lämpliga registertillgångar för minst samma belopp. För livförsäkringstagarna gäller vidare särskilda regler om förmånsrätt vid konkurs enligt förmånsrättslagen, kopplade till just dessa registertillgångar.

Registertillgångarna i de sex aktuella livbolagen omfattade vid årsskiftet väsentligt större belopp än den lagstadgade miniminivån, 371 mdr. Berörda bolag redovisade sammanlagt 508 mdr kronor, vilket motsvarade två tredjedelar av totalt förvaltat kapital enligt tabellen ovan. Placeringsinriktningen för dessa registertillgångar avviker inte oväntat från vad som gäller för övriga placeringstillgångar.

- Genomsnittligt är andelen statspapper hög, ca. 35 procent.
- Bostadsobligationernas andel är närmare 20 procent.
- Resterande räntebärande placeringar svarar för ca. 5 procent.

Fördelningen med förhållandevis mycket räntebärande instrument, ca. 60 procent , bör ses mot bakgrund av de långsiktiga avkastningsgarantier som bolagen lämnar till sina försäkringstagare. En annan viktig faktor är de restriktioner som placeringsreglerna påför bolagen.

Bl.a. gäller att högst 25 procent av registertillgångarna får placeras i aktier utgivna av publika bolag (med undantag för fastighetsbolag), ett utrymme som fullt utnyttjas av berörda livförsäkringsbolag.

Därutöver påverkas också försäkringsbolagens placeringar av enhandsgränsen för obligationer utgivna av en och samma emittent, högst 10 procent beträffande enskilda placeringsrisker i bl.a. bostadsinstitutens obligationer och andra skuldförbindelser. För obligationer utgivna av de två största bostadsinstituten, Stadshypotek och Spintab, redovisade flertalet stora livbolag enhandsengagemang i närheten av limiten 10 procent vid senaste årsskifte, dock utan att denna limit överträddes.

Inget av de aktuella livförsäkringsbolagen behöver alltså utnyttja mycket stora enhandsengagemang för att klara de krav som skuldtäckningen ställer. Det finns för livförsäkringsbolagen vidkommande vissa övergångsregler, fram till år 2000, som avser att underlätta anpassningen nedåt till enhandsgränsen 10 procent. Dessa övergångsregler har dock begränsad praktisk betydelse eftersom de inte medger ett livförsäkringsbolag att öka sina enskilda placeringsrisker i t.ex. en viss emittents bostadsobligationer om man redan redovisar ett stort enhandsengagemang (i intervallet 10-20 procent). En enskild placerings andel av det belopp som skall skuldtäckas får då inte öka.

Inte heller utnyttjar livbolagen den extra potential som de tillgångar som inte är registerförda representerar för förvärv av bostadspapper (totalt ca. 250 mdr kronor i placeringskapacitet). Bolagens "fria" överskottsmedel placeras i allt väsentligt i börsaktier och i någon mån i dotterbolagsaktier.

Samtliga sex livbolag har alltså valt att lägga merparten av sina statsobligationer och bostadsobligationer som tillgångar i registret för skuldtäckning. Vad gäller bostadsobligationerna redovisar merparten av livbolagen stora exponeringar i Stadshypoteks och Spintabs obligationer. Den ökade koncentrationen som blivit följden av sammanslagningarna på emittenssidan under 1997 har med detta utgångsläge inte kunnat undgå att påverka försäkringsbolagens kapitalförvaltningar. Vissa krav på omdispositioner har utlösts för att limiten på 10 procent för en enskild placeringsrisk inte skall överträdas. Huvudalternativet vid sådan omplacering bland registertillgång-

arna är att öka innehavet av statspapper, dvs. att välja en placering med lägre kreditrisk och lägre avkastning än motsvarande bostadsobligation.

Den senaste tidens utveckling visar att försäkringsbolagens placeringsregler på detta avsnitt inte fått en utformning som tillräckligt beaktar den koncentrationsprocess som verkar bland emittenterna på den svenska bostadsobligationsmarknaden. Detta utlöser i sin tur vissa problem och krav på omplaceringar. Kravet på att sprida placeringarna till flera emittenter av obligationer är primärt ett utslag av ett gängse diversifieringstänkande. Det kan också kopplas till det faktum att placeringsreglerna för närvarande inte gör någon åtskillnad mellan ett litet, hårt nischinriktat kreditinstituts aktier och obligationer jämfört med ett större bostadsinstituts motsvarande skuldförbindelser. Den bakomliggande låneportföljens kvalitet och riskspridning, såväl geografiskt som på skilda låneobjekt, beaktas inte av gällande lagstiftning.

Här representerar EG-direktivens undantagsbestämmelser för obligationer med särskilt låg kreditrisk ett annat angreppssätt. Direktivens undantagsregler tar sikte på en avgränsad krets av obligationer med särskilt låg kreditrisk, en differentiering efter riskinnehåll som i sin tur öppnar för en större handlingsfrihet för de enskilda försäkringsbolagen i denna del av kapitalförvaltningen. Ett liknande, differentierat angreppssätt kan med fördel tillämpas också på de svenska försäkringsbolagen när det gäller större enhandsexponeringar i bostadsobligationer, förutsatt att EG-direktivens undantagsbestämmelser fullt ut införlivats i försäkringsrörelselagen.

Värdet av att införa en lättnadsregel efter EG-modell är emellertid inte oomtvistat eftersom mycket stora enhandsengagemang normalt kan anses strida mot ett utvecklat diversifieringstänkande. Samtidigt har värdet av att strikt tillämpa gängse principer om att sprida innehaven till flera emittenters papper kommit att ifrågasättas när det gäller placeringar i just bostadsobligationer. Dessa obligationer kännetecknas av en relativt homogen struktur, av låga kreditrisker och en i allt väsentligt likartad avkastning på marknaden. Den placerare som väljer att sprida sina placeringar till fler emittenter med emissio-

ner av jämförbart slag påverkar i begränsad omfattning obligationsportföljens riskinnehåll eller avkastning.

3.4 En internationell utblick

Av diskussionen i föregående avsnitt om bostadsinstitutens obligationsupplåning har bl.a. framgått att möjligheterna att öka upplåningen på de internationella kapitalmarknaderna kan bli en avgörande faktor när det gäller att säkra en god balans mellan efterfrågan och utbud på bostadsobligationer framöver. Till bilden hör att utlandsorienteringen förstärkts på flertalet finansiella områden under senare år. Verksamhetsförsutsättningarna har ändrats, inte minst genom påverkan från den gemensamma inre marknaden inom EU. De svenska regelverken har på väsentliga punkter reformerats och harmoniserats med övriga EU-länders regelsystem.

Denna pågående internationalisering måste tas med i den bedömning av utvecklingen som bildar bakgrund till utredningens överväganden. Ett av de områden där integrationen mellan länderna gått snabbt rör värdepappershandeln, däribland handeln med olika typer av obligationer. Det är dock genomgående statsobligationer och annan jämförbar offentlig upplåning som dominerar marknadsbilderna i de större EU-länderna. Hypoteksmarknaderna, dvs handeln i de obligationer som emitterats för bostads- och fastighetsfinansiering, har en mindre framträdande plats, trots att de utestående volymerna obligationer kan vara betydande.

Hypoteksobligationerna (bostadsobligationerna) är helt enkelt en mindre homogen produkt på dagens EU-marknader jämfört med ländernas statsobligationer. Transaktionskostnaderna är vanligen högre och likviditeten sämre. Därtill kommer frågan om valutakursriskerna och möjligheterna att hantera och täcka dessa i den löpande handeln. Detta är restriktioner som alltjämt påverkar och bromsar den gränsöverskridande handeln inom EU. Merparten av finansieringen av fastighetsbestånd och byggnadsinvesteringar i respektive EU-land kommer än så länge från inhemska placerare, ofta från försäkrings-

bolag och fonder som tenderar att behålla stora delar av sina innehav fram till förfall. Ser man till själva kreditgivningen via hypoteksinstituten är internationaliseringen än mer begränsad. Allmänhetens efterfrågan på lån riktar sig företrädesvis till egna, inhemska institut i den nationella valutan.

3.4.1 Hypoteksmarknadens storlek och utbredning inom EU

Som antyds i utredningens direktiv är det framför allt ett par av EU-länderna som uppvisar en struktur på respektive obligationsmarknad som till väsentliga delar överensstämmer med den svenska. Detta gäller företrädesvis Danmark och Tyskland, i någon mån även Frankrike och Österrike. I de berörda länderna har den värdepappersbaserade kreditförmedlingen utvecklats förhållandevis långt i de finansiella systemen. Såväl staten som bostads- och fastighetssektorn utnyttjar obligationsmarknaderna i betydande utsträckning för långfristig finansiering.

Av tabellen nedan framgår att Tyskland, Danmark och Sverige svarar för mer än 80 procent av de samlade utestående hypoteksobligationsstockarna inom EU. Det finns alltså anledning att närmare uppmärksamma och jämföra förhållanden som råder på dessa tre nationella marknader. Resterande länder inom gemenskapen svarar för väsentligt lägre marknadsandelar. Den långfristiga hypoteksmarknaden inom EU summerades vid utgången av 1995 till motsvarande över 5 000 mdr kronor.

Tabell 6. Hypoteksmarknaden i EU vid utgången av 1995

Land	Utestående stock hypoteksobligationer Mdr SEK	Andel Procent
Tyskland	2 193	44
Danmark	1 157	23
Sverige	773	16
Frankrike	289	6
Österrike	47	1
Övriga EU-länder	560	10
Totalt	5 019	100

Källa : European Mortgage Federation

Framför allt Danmark har drivit processen med värdepappersbaserad finansiering långt för staten och bostadssektorn och har därmed en stor samlad obligationsmarknad i förhållande till den reala ekonomin (BNP). Realkreditobligationerna intar en dominerande plats i sammanhanget med drygt 50 procent av marknadens utestående stockar. Även i Sverige dominerar två jämnstora block obligationsmarknaden, stats- respektive bostadsobligationerna. Gemensamt för de båda nordiska länderna är att förhållandevis få institut emitterar hypoteksobligationer. Det rör sig om ett tiotal på respektive nationell marknad, varav 3-5 storleksmässigt mer betydande aktörer. Genom dessa specialiserade institut kanaliseras hela 80-85 procent av den samlade fastighetsfinansieringen i såväl Danmark som Sverige.

Tyskland uppvisar inte oväntat en mer differentierad struktur än de nordiska länderna. Statspapperen svarar för en lägre andel på den tyska marknaden än i Sverige och Danmark. Bakom det övriga obligationsutbudet, s.k. pfandbriefen, står ett relativt stort antal emitterande hypoteksbanker, för närvarande 25-30 stycken. Deras obligationsutbud utgörs dels av hypoteksobligationer (hypoteken pfandbriefe) dels av kommunobligationer (öffentliche pfandbriefe). De senare svarar för en väsentligt större marknadsandel än hypoteksobligationerna och uppvisar också den snabbaste expansionstakten på marknaden.

Vid sidan av de specialiserade hypoteksbankerna svarar de reguljära affärsbankerna för betydande delar av bostadsfinansieringen på den tyska marknaden. Hypoteksbankernas samlade utlåning utgör endast ca. 20 procent av den totala tyska fastighetsfinansieringen.

Tabell 7. Hypoteksmarknaden i tre EU -länder
Vissa nyckeltal 1995, procent

	Tyskland	Danmark	Sverige
Total obligationsmarknad i procent av BNP	90	170	110
Utestående hypoteksobligationer i procent av total inhemsk stock fastighetskrediter	19	85	83
Fördelning av utestående obligationsstock :	100	100	100
– statspapper	39	39	43
– hypoteksobligationer	11	55	50
– övriga obligationer	50	6	7
varav öffentliche pfandbriefe	*29*	-	-

Källa: European Mortgage Federation

3.4.2 Mer om obligationernas villkor och löptider

Karaktäristiskt för hypoteksobligationerna i här nämnda EU-länder är att de genomgående emitteras för finansiering av bottenlån till fastigheter, dvs de emitterande instituten förfogar normalt över tillgångar med bakomliggande förstklassiga pantsäkerheter. Belåningsgrader, löptider och andra lånevillkor varierar.

Säkerhetsarrangemangen

I Tyskland begränsas de renodlade hypoteksbankernas utlåning inom ramen för ganska snäva tröskelvärden för *låneportföljernas kvalitet.* Belåning sker huvudsakligen inom 60 procent av fastigheternas beräknade marknadvärde. Emellertid tillkommer andra faciliteter i hypoteksbankerna som möjliggör belåning upp till fulla marknadsvärden (i intervallet 60-100 procent). En förutsättning är att den högre belåningen beloppsmässigt inte når en omfattning som överstiger 20 procent av respektive instituts samlade låneportfölj (en gräns som höjdes från 15 procent så sent som i januari 1996). Även vid "full belåning" kan hypoteksbankerna utnyttja pantsäkerheterna för skuldtäckning av utestående obligationslån, dock bara till den del som faller inom den ovan angivna belåningsgränsen 60 procent.

Danmarks hypotekslagstiftning innehåller differentierade gränsvärden med hänsyn till vilken typ av objekt som skall belånas. Belåningsgraden avgränsas som lägst till 45-70 procent för jordbruksfastigheter, till 60 procent för kommersiella fastigheter samt till 80 procent för bostadsfastigheter och egna hem.

Unikt för Danmark är vidare den utpräglade specialisering av rörelserna som gäller för emittenterna, realkreditinstituten. I princip all upplåning mot obligationer är knuten till enskilda låneobjekt. De bakomliggande pantsäkerheterna grupperas och redovisas i institutens balanser i särskilda serier som vid varje tidpunkt skall täcka värdet på motsvarande upplåning via realkreditobligationer.

Dansk hypotekslagstiftning är även i andra avseenden mer detaljinriktad än i jämförbara länder. Den påbjuder t.ex. en närmast *total matchning* av villkoren i institutens ut- och upplåning, detta för att minimera ränteriskerna i institutens rörelser. I de årliga betalningsflödena in och ut tillåts endast marginella avvikelser, som högst motsvarande 1 procent av institutens respektive kapitalbas.

Liknande explicita matchningskrav återfinns inte i tysk eller svensk kreditmarknadslagstiftning, även om principen om matchning kommer till uttryck också där. Väsentligen kommer kraven på god matchning och riskkontroll att regleras med stöd av konkurrensen på kreditmarknaden. Utgångspunkten är att instituten på grund av

konkurrensen tvingas hålla mycket låga in- och utlåningsmarginaler i sina rörelser, vilket i sin tur förutsätter en kvalificerad kontroll och noggrann hantering av all exponering för marknadsrisker.

I Sverige återfinns inte några särskilda bestämmelser i lagen om finansieringsverksamhet som träffar de bostadsinstitut som renodlat sysslar med bostads- och fastighetsfinansiering. Istället har bostadsinstituten i sina respektive bolagsordningar infört särskilda restriktioner, t.ex. när det gäller pantsäkerheter och högsta belåningsgrader. Belåningsgraderna får inte överstiga 80-85 % av fastigheternas marknadsvärden vid tidpunkten för utlåning.

Restriktiviteten i utlåningspolitiken har varierat under senare år, men enligt en undersökning som Finansinspektionen låtit utföra skedde under 1996 så gott som all ordinarie nyutlåning från bostadsinstitutens sida på eller under belåningsgränsen 75 procent. I den mån högre belåningsgrader tillämpas gäller detta undantagsfall, exempelvis belåning av egna hem i mer attraktiva områden. De kreditbeslut som bostadsinstituten fattar bygger inte uteslutande på bedömningar av säkerheterna i form av pantbrev utan skall i första hand grundas på återbetalningsförmågan hos låntagaren.

Historiska skillnader i verksamhetsinriktning och utlåningspolitik gör dock att bostadsinstituten uppvisar vissa strukturella skillnader i sina låneportföljer, exempelvis vad gäller låneobjektens fördelningen mellan storstäder och landsbygd och mellan bostadsbelåning och lån till kommersiella fastigheter. Detta är skillnader som i sin tur påverkar aktuella trender för exempelvis kreditförluster och problemlån.

Obligationsköparnas koppling till här angivna bakomliggande säkerheter i form av pantbrev har både i Tyskland och i Danmark en tydlig och direkt form. Detta förhållande underbyggs av en särskild *förmånsrättslig reglering.*

Lagstiftningen i Danmark ger vid en eventuell konkurs innehavarna av realkreditobligationer särskild förmånsrätt i klart definierade serier av emittenternas tillgångar med tillhörande, bakomliggande fastighetspanter. När det gäller tyska pfandbriefe gäller förmånsrätten den registrerade ”pool” av krediter/fastighetspanter som en hypoteksbank samlat förfogar över för skuldtäckning (en tillgångsmassa som kan skifta innehåll över tiden).

Därtill kommer att *den offentliga tillsynen* i både Tyskland och Danmark knyter an till de tröskelvärden och standardkrav för låneportföljerna som lagstiftningen upptar. För de tyska hypoteksbankerna kompletteras den offentliga tillsynsmyndighetens övervakning av insatser från oberoende granskningsmän (independent trustees). Dessa personer har tillsynsliknande uppgifter, inklusive legala befogenheter att säkerställa att panternas värden täcker den aktuella obligationsskulden.

När kopplingen till bakomliggande säkerheter har indirekt karaktär, på det sätt som är typiskt för den svenska marknaden, saknar obligationsköparna särskild förmånsrätt i vissa angivna tillgångar. Det är ett bostadsinstituts samlade tillgångar och kapitalbas som vid varje tidpunkt skall svara upp mot de förpliktelser som följer med bl.a. obligationsupplåningen. Obligationsinnehavarna har alltså ingen särställning vid en eventuell konkurs, men har å andra sidan få andra borgenärer vid sin sida om ett fallissemang verkligen skulle inträffa. Ett svenskt bostadsinstitut har normalt en självständig, specialiserad balansräkning och tyngdpunkten i sin finansiering lagd på just obligationer. Genomgående gäller att marknadsupplåningen sker med stöd av sk. negativklausuler, utan att några formella säkerheter ställs.

Löptider och räntevillkor

En viktig del av karakteristiken av hypotekinstitutens verksamhet gäller just den löpande finansieringen genom emissioner av obligationer. Det är normalt fråga om skuldförbindelser med *lång löptid och bunden ränta* i här nämnda EU-länder.

Danska realkreditobligationer är uttalat långfristiga, med löptider på upp mot 30 år. Kraven på direkt överensstämmelse mellan villkoren i utlåning och upplåning i Danmark har resulterat i att annuitetslånen kommit att dominera denna del av obligationsmarknaden. Räntan är härvid bunden under hela lånets löptid. Det sker löpande amorteringar genom utlottningsförfaranden.

Därtill kommer att obligationerna är möjliga att återkalla för emittenten, till pari. Bakgrunden är att låntagarna, med hänsyn till

rådande långa bindningstider, har tillförsäkrats en "option" för att kunna förtidsamortera/lösa den samlade låneskulden. Optionen utnyttjas i lägen där marknadsräntorna vänder nedåt och kursen på utestående obligationer stiger. Obligationsinnehavarna kan mot denna bakgrund alltid räkna med att erhålla ett värde motsvarande pari på sin investering, men kan normalt inte tillgodoräkna sig värden på sin investering som överstiger detta värde. Möjligheten för låntagarna till förtida inlösen prissätts på sedvanligt sätt och kostnaderna kan avläsas som en del av den ränteskillnad som upprätthålls mellan statspapper och realkreditobligationer på olika löptider.

I Tyskland och Sverige emitteras hypoteksobligationer med betydligt kortare bindningstider än i Danmark. I Tyskland är löptider på mellan 5 och 10 år vanliga, medan den svenska bostadsobligationsmarknaden är än mer kortfristig, 2-5 år. Villkoren är i övrigt jämförbara med vad som gäller för statspappershandeln i respektive land (fasta lån utan amortering till bunden ränta).

När man ser på *placerarsidans intresse* för hypoteksobligationer framträder flera likheter mellan de tre EU-länderna. Bland obligationsköparna dominerar de institutionella investerarna, däribland försäkringsbolag, banker och olika typer av nationella fonder. Det är främst fråga om långfristiga placerare som i mindre omfattning omsätter sina innehav. Av tabellen nedan framgår att de privata försäkringsbolagens andelar överstiger 30 procent i Danmark och Tyskland, medan försäkringsbolagens andel understiger 20 procent på den svenska marknaden. Skillnader i legala förutsättningar utgör en möjlig förklaring till denna skillnad. En annan viktig förklaring är sannolikt statspapperens särskilda dominans och betydelse på obligationsmarknaden i Sverige under första hälften av 1990-talet.

Tabell 8. Placerare i hypoteksobligationer, 1995

	Tyskland	Danmark	Sverige
Banker och finansinstitut	26	16	17
Försäkringsbolag	30	37	17
Institutionella placerare, offentliga och privata fonder	11	19	27
Utland	11	4	18
Övriga placerare	22	24	21
	100	100	100

Källa : Eurpoean Mortgage Federation

I samtliga de tre länderna gäller att bankerna tonar fram som tunga placerare på hypoteksmarknaderna. Andelen är högst på den tyska marknaden. De utländska investerarnas andelar varierar. Sverige och Tyskland attraherar utländska obligationsplacerare i högre grad än vad som gäller i Danmark. Graden av intresse från utländska placerare att investera i hypoteksobligationer påverkar i sin tur likviditet och omsättning i den löpande handeln. Ser man till den statspappershandel som förekommer i länderna är det vanligt att just utländska placerare svarar för upp mot hälften av den samlade omsättningen.

Den mer komplicerade regleringen och uppbyggnaden av den danska hypoteksmarknaden, med långa löptider och särregler för amorteringar och inlösen, utgör sannolikt en "barriär" för många utländska obligationsköpare. Detta är en omständighet som även försvårar jämförelser med andra länder. Det faktum att väsentliga delar av de svenska institutens upplåning på utländska marknader sker i utländsk valuta som swappas till kronor, bör även beaktas vid jämförelser av tabellens siffror.

I Tyskland har under senare år vidtagits åtgärder för att stärka och vidga marknaden för "pfandbriefe". Bl. a. sker emissioner i större volymer, sk. Jumbo-pfandbrife (volymerna överstigande 1 mdr DEM). Även andra åtgärder har satts in för att påskynda den tyska marknadens utveckling och internationalisering (nya handelssystem, avkastningsindex, pfandbriefe-futures osv.). Än så länge uppvisar

dock den offentliga delen av hypoteksmarknaden en snabbare expansion än den privata, fastighetsanknutna delen.

Även i Sverige och Danmark omfattas delar av de utestående obligationsstockarna av benchmarksystem som garanterar god likviditet för placerarna i de aktuella obligationslånen. I Danmark utgör en stor serie realkreditobligationer med förfall 2026 marknadens viktigaste benchmark med en samlad utestående volym från flera emittenter på ca 150 mdr DKK. I Sverige fanns vid ingången till 1997 ett femtontal benchmarklån med en sammanlagd utestående volym på närmare 350 mdr SEK. Genomgående dominerar avistahandeln, då frånvaron av en mer omfattande kortfristig bostadsobligationshandel minskar intresset för terminsmarknader.

Skillnader i räntespreadar

Skillnader i de olika marknadernas struktur och riskinnehåll ger utslag i de avkastningskrav som noteras. De tyska hypoteksbankerna lånade mot slutet av 1996 till räntor på nivån 5 procent. Denna nivå översteg jämförbara tyska statsobligationer med ca. 20 räntepunkter. Ränteskillnaden framstår som relativt låg vid en internationell jämförelse, vilket i sin tur sammanhänger med de traditionellt stabila förhållanden som råder i tysk ekonomi och i hypotekbankernas finansiella ställning. Kopplingen mellan de gynnsamma fundamentala ekonomiska förutsättningarna och hypoteksbankernas traditionellt höga kreditvärderingsbetyg är uppenbar.

I Danmark sker räntejämförelserna på annorlunda sätt. Hypoteksmarknadens benchmarklån med förfall 2026 brukar där jämföras med statspapper med 10 års återstående löptid. Ränteskillnaden uppgick i december 1996 till 110 punkter. Härav bedömde marknadsaktörerna att upp mot 50 punkter utgjorde påslag till följd av den särskilda option som medger förtidsinlösen av realkreditobligationer. Särreglerna vad gäller bindningstider och amorteringsvillkor påför alltså betydande kostnader för emittenter och låntagare och gör de danska räntespreadarna unika.

På den svenska marknaden noterades en ränteskillnad mellan femåriga statspapper och bostadspapper motsvarande 40-50 punkter under perioden december 1996 t.o.m. andra kvartalet 1997. Denna ränteskillnad är knappast jämförbar med de siffror som redovisats från den danska marknaden, men väl med tyska marknadsförhållanden. Ränteskillnaden mellan de båda ländernas statspappersmarknader varierar över tiden. Den stannade i december 1996 strax under 100 räntepunkter. Svenska bostadsinstituts upplåningskostnader låg vid samma tidpunkt uppskattningsvis ca. 120 punkter över motsvarande noteringar för ledande tyska hypoteksbanker (5 års upplåning). Ränteskillnaden mellan svenska och tyska långfristiga statsobligationer steg under första kvartalet 1997 till drygt 150 räntepunkter för att därefter åter trappas ned under 100 punkter under sommarmånaderna. Den senaste tidens utveckling avspeglar betydande kortfristiga variationer i valutakursriskerna i respektive placering. Den beräknade boräntespreaden mellan svenska och tyska hypoteksobligationer (5 år) nådde mot denna bakgrund mycket höga nivåer under våren 1997, för att vid halvårsskiftet åter uppgå till ca. 120-130 räntepunkter.

Denna förhållandevis höga ränteskillnad, till svenska bolåneinstituts nackdel, uttrycker således primärt den *större valutakursrisken* i placeringar i kronor jämfört med D-mark. Därtill kommer även en *högre kreditrisk* för de svenska bostadsinstitutens obligationer. Det svenska konkurrensläget vis-a-vis Tyskland påverkas alltså både av skillnader i de makroekonomiska förhållandena och av olikheter i de enskilda emittenternas finansiella ställning (deras resultat- och balansräkningar).

Det bör härvid strykas under att en mer ingående kreditvärdering, i både Tyskland och Sverige, förutsätter *individuella analyser* av varje emittents ställning och förmåga att infria utestående åtaganden. Inte heller på den tyska marknaden kan värderingsinstitut eller obligationköpare nöja sig med en mer partiell genomlysning, uteslutande med sikte på de tillgångar och panter som exempelvis en hypoteksbank utnyttjar för att skuldtäcka den utestående stocken "pfandbriefe". I den meningen innebär systemet med särskild förmånsrätt för obligationsköparna i Tyskland inte att kreditvärderingsprocessen mildras. Formella säkerhetsarrangemang uppväger

ringsprocessen mildras. Formella säkerhetsarrangemang uppväger inte eventuella svaga bokslut eller andra negativa ekonomiska utsikter.

Däremot kan lagfästa regler om förmånsrätt och om högsta belåningsgrader bidra till att öka tilltron till det enskilda institutets stabilitet och intjäningsförmåga. Regelsystemet kan vidare undanröja osäkerheter om framtida förändringar i verksamhetsinriktning och utlåningspolitik. Förekomsten av tydliga lagfästa regler har därmed betydelse för kreditvärderingarna på respektive marknad. I här nämnda avseenden föreligger vissa skillnader i de legala ramverken, till Sveriges nackdel. Förhållandet bidrar sannolikt till den relativt höga ränteskillnad som noteras på en svenska marknaden, även om det på nytt bör understrykas att valutakursriskerna (skillnaderna i ländernas makroekonomiska miljöer) är den dominerande komponenten i sammanhanget.

Krav på stabilitet

I Tyskland, Danmark och Sverige intar hypoteksinstituten en central plats i det finansiella systemet, vilket också har en inverkan på de bedömningar och kreditvärderingar som görs på respektive marknad. Inte minst erfarenheterna från den svenska finanskrisen visar att det under vissa omständigheter kan vara nödvändigt för ansvariga myndigheter att förebygga chocker och stabilitetsproblem på hypoteksmarknaden.

För de svenska bedömningarna under finanskrisen spelade hypoteksinstitutens storlek och nära ägarsamverkan med bankerna en avgörande roll. Det offentliga skyddsnät som primärt utvecklats för bankerna och de centrala delarna av betalningssystemet kom i praktiken att också gälla hypoteksinstituten under de akuta krisåren.

De strukturella förhållandena är annorlunda på de tyska respektive danska marknaderna, men hypoteksbankernas ställning och skyddsvärde får ändå anses vara av jämförbart slag. Uppstår allvarliga hot mot något av de största institutens ställning eller refinansieringsmöjligheter tvingas myndigheterna normalt att ingripa. Detta är en av

de många faktorer som påverkar kreditvärderingsprocesserna i berörda länder och de bedömningar som härvid görs av riskerna för att fallissemang kan påföra obligationsköparna förluster.

Även under mer normala marknadsförhållanden intar hypoteksobligationerna en särställning på respektive nationella obligationsmarknader. Obligationerna uppfyller t.ex krav som ländernas respektive centralbanker ställer för de säkerheter som accepteras vid olika penningpolitiska transaktioner (säkerheter för upplåning och marknadsoperationer).

Som ett led i förberedelsearbetet inför EU:s valutaunion EMU diskuteras standardkrav och kriterier för de pantsättningsbara tillgångar som den gemensamma centralbanken ECB kommer att acceptera. Dessa tillgångar kommer att grupperas i två huvudgrupper, dels i "Tier one", som gäller gemensamma säkerheter för alla deltagare i EMU, dels i "Tier two", som adderar tillgångar vilka är särskilt betydelsefulla från de nationella centralbankernas utgångspunkter.

För "Tier one" gäller bl.a. krav på att gruppen skall omfatta noterade värdepapper i eurovaluta, handlade på likvida marknader. Det återstår än så länge i den pågående utredningsprocessen att pröva respektive lands hypoteksobligationer vad gäller denna typ av kvalitativa standardkrav. Sannolikt möter svenska bostadsobligationer inte några hinder när det gäller att inordnas under ECB:s gemensamma klassning.

Ett krav som rör tillgångarnas registering och deponering inom euro-området måste dock vara uppfyllt. När Sverige, åtminstone i ett inledande skede, väljer att stå utanför EMU kan alltså svenska hypoteksobligationer denominerade i euro men deponerade i den nationella värdepapperscentralen VPC inte inräknas i ECB:s gemensamma grupp, "Tier one".

3.5 Fortsatt integration inom EU

En av utgångspunkterna för utredningens överväganden i kommande avsnitt är att den finansiella integrationen inom EU fortsätter. Konkurrensen mellan svenska och utländska aktörer på hypoteksobligationsmarknaden kommer att skärpas i takt med att den gemensamma marknaden fullbordas. Detta gör konkurrensneutraliteten inom EU till en viktig fråga för utredningen, en fråga som i sin tur är kopplad till eventuella lagstiftningsåtgärder som skulle kunna underlätta för hypotekssinstitutens emissioner av obligationer på olika delmarknader och därmed bidra till en mer kostnadseffektiv funding.

Den konkurrens som börjar bli kännbar för de större svenska instituten gäller upplåningssidan och tillgången till placeringskapacitet på nationella och utländska marknader. Värdepappershandeln har internationaliserats och obligationplacerarnas alternativ har utökats i snabb takt. Allt större vikt läggs vid diversifieringstänkande och vid noggranna avvägningar mellan risk och avkastning för alternativa placeringar. Det krävs därför tydliga signaler från de olika emittenterna om obligationernas riskinnehåll och om egen finansiell styrka, säkerhet och riskexponering.

Här nämnda faktorer påverkar redan de svenska hypoteksinstituten. I första hand berörs de tre marknadsledande bolåneinstitut som driver en reguljär upplåning på utländska kapitalmarknader i utländska valutor. Det är sannolikt att omvandlingstrycket från den gemensamma marknaden ökar de närmaste åren. Såväl fastighetsinvesteringarna över gränserna mellan EU-länderna som den gränsöverskridande handeln i obligationer och andra värdepapper kommer att expandera. Det är svårare att bedöma i vilken utsträckning själva kreditgivningen på allvar kommer att dras in i integrationen. Hittills har den bibehållit en starkt nationell prägel.

Så länge Sverige håller fast vid den nuvarande politiken att permanent eller för viss tid stå utanför *EU:s valutaunion, EMU,* kommer de restriktioner som för närvarande träffar de svenska hypoteksinstituten i olika upplåningssammanhang väsentligen att kvarstå. Restriktionerna tar sig som framgått uttryck i förhållandevis

höga transaktionskostnader framför allt på grund av valutakursrisker men också på grund av kreditrisker i systemet. De svenska hypoteksinstituten kommer endast i begränsad utsträckning att delta i den gemensamma delen av EU:s värdepappershandel, med eurodenominerade obligationer. Efterfrågan på slutliga lån till fastighetssektorn i andra valutor än svenska kronor når troligen ingen större omfattning så länge bostadsmarknaden och den övriga fastighetssektorn har sina kassaflöden i kronor.

Man bör å andra sidan räkna med att hypoteksinstitut och banker successivt kan påverkas av de långsiktiga förändringar som kan uppträda på kreditmarknaden vad gäller lån i svenska kronor kontra eurovaluta. Delar av låneefterfrågan från svenska hushåll och företag kommer troligen att läggas om från svenska kronor till euro när väl valutaunionen drar igång. Detta gäller särskilt i ett läge där Sverige väljer att hålla dörren öppen för ett eventuellt senare inträde i EMU. Den nära anknytning till det gemensamma valutaområdet kan alltså förväntas stimulera upplåning inom euro-området. I den mån sådan efterfrågan riktas till hypoteksinstituten kan deras upplåning och vidareutlåning till allmänheten inom landet ske direkt, utan mellanliggande swapp-transaktioner för att hantera valutarisken, vilket skulle innebära kostnadsfördelar jämfört med dagens transaktioner.

Den restriktion som ett deltagande i EMU i ett senare skede kan "lyfta av" från den svenska obligationsmarknaden gäller givetvis valutakursrisken. Ett EMU-deltagande skulle med automatik ge väsentligt större lokal svensk närvaro på den gemensamma marknaden för euro-obligationer än vad som eventuellt kan följa vid ett utanförskap. I ett EMU-perspektiv blir de svenska obligationsemittenterna inte längre beroende av konungariket Sverige i den löpande kreditvärderingsprocessen. Ränteskillnaderna gentemot EU:s lågränteländer skulle därmed kunna reduceras betydligt, vilket naturligtvis skulle gynna såväl svenska institut som slutliga låntagare på fastighetsmarknaden.

De hypoteksinstitut som inom ramen för ett EMU-medlemskap kan uppvisa långsiktigt stabila resultat och balanser skulle mot denna bakgrund efter hand kunna erhålla högre rating än svenska staten, exempelvis i nivå med viktiga tyska konkurrenter. Detta öppnar för

effektivitetsvinster och för bättre långsiktig tillgång till placeringskapacitet inom EU-området. Sannolikt bidrar också valutaunionen, i kombination med de sedvanliga marknadsmekanismerna, till ett väsentligt hårdare konkurrensläge inom gemenskapen, åtminstone vad gäller hypoteksinstitutens upplåningssida, och därmed till snabbare strukuromvandling.

Även om ett svenskt deltagande i EMU uppenbart har stor strukturell och ekonomisk betydelse bör skillnaderna mellan deltagande eller utanförskap här inte överdrivas. Det är närmast fråga om en gradskillnad i den pågående integrationsprocessen, inte en artskillnad. Upplåningen inom EU-området är för närvarande av begränsad betydelse, men en breddning av de svenska hypoteksinstitutens upplåning i eurovaluta på olika utländska marknader kan förväntas äga rum oberoende av hur Sveriges EMU-process senare kommer att utfalla.

Som framgått sker redan en betydande utländsk upplåning i andra ledande lånevalutor från de största svenska hypoteksinstitutens sida – en process som bl.a. förutsätter ingående värderingar av institutens kreditrisker. Denna genomlysning av institutens tillgångar och skulder torde få växande betydelse i det marknadsläge som nu håller på att utvecklas. När valutakursriskerna mellan länderna tonas ned är det tydligt att kreditriskerna bakom olika obligationer uppmärksammas och granskas mer ingående än vad som hittills varit fallet. De rättsliga inskränkningar som träffar hypoteksinstitutens rörelser och skuldförbindelser kommer då naturligt i fokus.

Ur ett makroperspektiv blir det också angeläget att säkerställa att det alltjämt finns tillräckligt stora, homogena lånestockar inom ramen för fungerande benchmarksystem på obligationsmarknaderna. Ett färre antal stora aktörer kan väntas vinna fördelar i den konkurrenssituation som utvecklas. Ser man uteslutande på hypoteksmarknaderna är det uppenbart att t. ex. de ledande tyska instituten kan dra nytta i sin upplåning inom EU av storskaligheten och den stabila makroekonomiska miljö som dessa institut verkar i. Därtill kommer att det tyska legala ramverket framstår som tydligare än den kreditmarknadslagstiftning som svenska konkurrenter arbetar under. Man kan helt enkelt inte bortse från det faktum att två av EU:s tre

dominerande hypoteksmarknader uppvisar en rättslig system där vissa särskilt säkra hypoteksobligationer har avgränsats och blivit föremål för särskilda regler.

Sverige har inte ett motsvarande regelsystem i kraft. Även om det inte i detalj är möjligt att förutsäga hur integrationen och konkurrensförhållandena kommer att utvecklas på den gemensamma marknaden framstår denna skillnad mellan Sverige å ena sidan och Tyskland respektive Danmark å den andra, som ett onödigt "handikapp" i ett hårdare framtida konkurrensklimat. Det finns mot denna bakgrund anledning för utredningen att närmare överväga en anpassning i lagen om finansieringsverksamhet, i linje med vad EG-direktiven föreskriver beträffande särskild förmånsrätt för obligationsköpare och förstärkt offentlig tillsyn. I följande avsnitt utvecklas argumenten för en sådan reform och ett förslag till lagstiftningsmodell presenteras.

4 Överväganden och förslag

4.1 Allmänna överväganden

I det föregående har jag redovisat viktiga utvecklingsdrag på de finansiella marknaderna med tonvikt på hypoteksobligationsmarknaden. Jag har också diskuterat utredningens direktiv ur ett makroekonomiskt perspektiv och med hänsyn till olika marknadsmässiga effektivitetsaspekter.

Genomgången har visat att de samhällsekonomiska obalanser som rådde när denna utredning först aktualiserades år 1993 aldrig kom att resultera i sådana flaskhalsproblem och andra friktioner på hypoteksmarknaden som man befarade. Både vikande låneefterfrågan och en breddning av hypoteksinstitutens finansieringsbas bidrog till att lösa problemen. När nu den samhällsekonomiska balansen i hög grad har återvunnits äger också all omsättning och nyupplåning rum utan nämnvärda problem. Alltjämt är dock byggandet begränsat och låneefterfrågan dämpad.

När jag nu skall ta ställning till om en säkerhetsmässig "uppgradering" bör ske av hypoteksobligationer genom anpassning av svensk rätt till EG-direktiven är det också andra slags överväganden än de ursprungligen aktualiserade som står i fokus. Inte minst de ändrade omvärldsförhållandena och konkurrensförhållandena spelar en framträdande roll. Det blir allt viktigare att hypoteksinstituten löpande kan anpassa sin upplåning till ändrade krav och behov från olika placerares sida. Samspelet mellan utbud och efterfrågan är komplext och påverkas av många faktorer på en avreglerad finansmarknad.

Genomlysningen av hypoteksinstitutens finansiella ställning och av kvaliteten i kreditportföljerna tillmäts större vikt än tidigare.

Jag vill också framhålla följande tendenser i den aktuella utvecklingen på hypoteksmarknaden.

- Konkurrensen har ökat mellan instituten samtidigt som låneefterfrågan har varit dämpad under några år.
- Aktiviteten på marknaden har varit hög eftersom delar av den utestående lånestocken omsätts löpande till ändrade villkor och förtida inlösen oftare påkallas från låntagarnas sida.
- Kortare bindningstider och större inslag av ränterörliga kontrakt bidrar också till att skärpa konkurrensen.
- Räntenivåer och räntemarginaler pressas.
- Produktutbudet på fastighetsfinansieringsområdet breddas och anpassas till kundernas efterfrågan i högre grad än tidigare.
- Det blir en allt viktigare konkurrensfaktor för instituten att man effektivt kan utnyttja uppkommande marknadssituationer för att sänka fundingkostnaderna.

Konkurrensen är i sin tur en viktig drivkraft bakom koncentrationen till färre och större kreditinstitut på både bank- och hypoteksmarknaden. Fastighetslån är volymprodukter där skalfördelar och långt driven specialisering av upplåning och hantering av säkerheter är avgörande för verksamhetens effektivitet. Från den utgångspunkten medför den pågående koncentrationen till ett fåtal stora hypoteksinstitut påtagliga fördelar.

Samtidigt kan koncentrationstendenserna orsaka problem för vissa av obligationsmarknadens placerare. Framför allt gäller det försäkringsbolagen vilkas begränsningar för enhandsengagemang i några fall har framtvingat obligationsförsäljningar efter fusioner mellan hypoteksinstitut. Denna effekt av nu gällande lagstiftning skall enligt min mening inte negligeras även om den som framgått knappast har vållat hypoteksinstituten några finansieringsproblem. Jag återkommer till den aspekten i det följande.

Marknadsutvecklingen påverkas också av den ökande internationaliseringen. Sedan länge bedriver flera av hypoteksinstituten en omfattande upplåning utomlands medan utlåningen där ännu har ringa omfattning. Den största delen av denna upplåning sker i utländsk valuta som sedan omvandlas till kronor genom swaptransaktioner.

Harmoniseringen inom EU och fullbordandet av den gemensamma inre marknaden innebär att en ny finansiell miljö har vuxit fram. Denna integration avses fullföljas med den gemensamma valutan, euron. Såväl sparande som finansiering i euro kommer att utgöra ett näraliggande alternativ till kronor för den svenska allmänheten oberoende av vilka beslut som kommer att fattas om Sveriges anslutning till EMU.

För hypoteksinstitutens del räknar jag dock med att transaktionerna i kronor alltjämt kommer att dominera på utlåningssidan så länge Sverige inte är medlem av valutaunionen eftersom låntagarnas kassaflöden till allra största delen lär utgöras av kronor. Utlåning utanför Sverige kan under samma förutsättning komma att öka om fastighetsägandet internationaliseras men verksamheten torde annars i huvudsak förbli en svensk affär.

På upplåningssidan kan man räkna med att finansiering på de internationella kapitalmarknaderna, i euro eller i andra ledande lånevalutor, växer på sikt. De utländska placerarnas nettoefterfrågan på hypoteksobligationer kommer alltså enligt min mening att få en växande betydelse för institutens finansiering oavsett om Sverige blir medlem av valutaunionen eller ej. Om Sverige ansluter sig till unionen blir emellertid genomslaget på upplåningen särskilt påtagligt eftersom valutariskerna elimineras och placerarnas intresse då kan fokuseras på kreditriskerna. Trots att upplåningsbasen breddas efter ett sådant beslut, kan man alltså anta att konkurrensen på upplåningssidan ändå skärps.

Som framgått präglas hypoteksobligationsmarknaden inte av bristande efterfrågan från placerarsidan, men den påverkas i hög grad av de omdispositioner mellan stats- och bostadspapper som olika placerare företar. Det finns en tydlig strävan mot diversifiering, inte minst hos de privata försäkringsbolagen och i det offentliga pensions-

systemet. Dessa institutionella investerare har under senare år prioriterat placeringar med låg kreditrisk och hög likviditet. Statspappersportföljerna har därvid vuxit medan innehavet av bostadspapper dragits ned. Samtidigt kan man med stor säkerhet utgå från att utbudsförhållandena på några års sikt kommer att peka i motsatt riktning, mot en minskning av nettoutbudet av statspapper och en snabbare ökning av hypoteksobligationsstocken.

Det är i det perspektivet jag föreslår att särskilda regler skall kringgärda hypoteksobligationerna i enlighet med EG-direktiven. Saken gäller alltså inte enbart villkoren för hypoteksinstitutens finansiering utan också den svenska obligationsmarknadens tillgång till likvida obligationer som instrument för likviditetsförvaltning, kanalisering av sparande och finansiering av investeringar. Hypoteksobligationerna bör med detta synsätt så långt det går ta på sig statspapperens traditionella roll i det finansiella systemet i ett läge när statens nettofinansieringsbehov kommer att ligga nära noll.

Om EG-direktivens bestämmelser för "särskilt säkra" obligationer införlivas med svensk lagstiftning innebär det

- att genomlysningen förenklas av hypoteksinstitutens obligationsstockar och att de grundläggande villkor och säkerheter som gäller för obligationsköparna tydliggörs och
- att tillgången ökar på stora, homogena värdepappersstockar inom ramen för dagens benchmarksystem på obligationsmarknaden.

Åtgärden verkar alltså i den riktning som jag ovan har förespråkat. Obligationsmarknadens effektivitet bör främjas och hypoteksobligationernas ställning som investeringsobjekt bland såväl inhemska som utländska placerare bör stärkas. Åtgärden kan alltså motiveras med hänsyn till båda dessa placerarkategoriers preferenser.

Det innebär att det är åtgärdens effekter på obligationsmarknadens likviditet och effektivitet som avses ytterst gynna låntagarna i form av minskade marginaler i marknaden och sänkta upplåningskostnader. Därför behöver det inte särskilt framhållas att åtgärden inte kan befaras leda till snedvridande effekter som går ut över någon annan

låntagarkategori på marknaden. Jag återkommer till dessa effekter i avsnitt 7.

Rekommendationen påverkas inte heller av beslut rörande en svensk anslutning till EMU. Man kan dock som framgått ovan utgå från att en anslutning skulle medföra att de internationella placerarnas fokusering på kreditriskerna kom att öka. I en sådan situation skulle det därför framstå som extra angeläget att införliva EG-direktivens bestämmelser om "särskilt säkra" obligationer i svensk rätt.

Till bilden hör, som framgått av avsnitt 3, att de två ledande hypoteksmarknaderna vid sidan av den svenska, de tyska och danska, är utrustade med en lagstiftning som tydligt avgränsar "särskilt säkra" hypoteksobligationer med hänsyn till obligationsinnehavarnas ställning. Tillsammans omfattar dessa tre länders stockar av hypoteksobligationer över 80 procent av den samlade stocken av sådana obligationer inom EU.

Det är emellertid viktigt att slå fast att åtgärden i sig kanske inte räcker för att fullt ut åstadkomma de eftersträvade marknadseffekterna. Obligationsvillkoren i övrigt kan också behöva ändras för att öka hypoteksobligationernas attraktion på placerarna. Sålunda är, som framgått av avsnitt 3, danska hypoteksobligationer försedda med återköpsklausuler som nedsätter deras marknadsmässighet trots att de klassas som "särskilt säkra" i enlighet med EG-direktiven. Svenska hypoteksobligationer har inte sådana villkor varför de enligt min mening har förutsättningar att framstå som särskilt attraktiva om mitt förslag genomförs.

I de följande avsnitten kommer jag att utförligt uppehålla mig vid den föreslagna åtgärdens närmare innebörd. Jag vill emellertid redan här redovisa några aspekter för det fortsatta resonemangets skull.

Åtgärden innebär att det i lag anges att obligationsinnehavarna har förmånsrätt i händelse av emittentens konkurs. För att minska risken för konkurs och öka sannolikheten för att tillgångarna räcker till för att täcka obligationsinnehavarnas fordran i händelse av att en konkurs ändå inträffar, skall emittentens fordringar på låntagarna med tillhörande fastighetspanter införas i särskilda register i en omfattning som i varje ögonblick beloppsmässigt svarar mot utestående obligationsskuld. Det ankommer på hypoteksinstitutets ledning att säkerstäl-

la att denna korrespondens hela tiden föreligger och kontrollfunktionens kvalitet skall övervakas av Finansinspektionen.

Om en djup recession skulle inträffa och bortfallet av räntebetalningar nå en nivå som konsumerade hypoteksinstitutets egna kapital samtidigt som värdet av fastighetspanterna för de nödlidande lånen hade fallit så långt att en försäljning inte täckte räntefordran, då skulle en konkurs aktualiseras för institutet. Obligationsinnehavarna skulle därvid inte ha någon förmånsställning enligt nuvarande lagstiftning men däremot enligt den av mig föreslagna lagstiftningen.

Risken för konkurs blir naturligtvis beroende av en rad parametrar såsom belåningsgrader och värderingsprinciper. Som jag utvecklar i de följande avsnitten skall i enlighet med EG-direktivet den högsta tillåtna belåningsgraden anges i lag och värderingsprinciperna skall fastställas av Finansinspektionen. Risken blir också beroende av om emittenten bedriver blandad verksamhet, alltså verksamhet vid sidan av den registerförda. Om en sådan verksamhet tillåts, kan den givetvis medföra att det egna kapitalet urholkas varvid risken ökar också för innehavare av de särskilt säkra obligationerna.

Jämfört med dagens lagregler kommer alltså innehavare av särskilt säkra obligationer att veta att de har företräde framför andra fordringsägare i händelse av emittentens konkurs. De blir därmed bättre, men inte fullständigt, skyddade mot ändringar av emittentens verksamhet till att omfatta mer riskfylld verksamhet som finansieras på annat sätt än med särskilt säkra obligationer. Vidare kommer obligationsinnehavarna att kunna utgå ifrån att emittentens risktagande maximeras av att den högsta belåningsgraden anges i lag och att de tillämpade värderingsprinciperna fastställs och övervakas av Finansinspektionen. Korrespondensen mellan obligationsskulden och de registerförda tillgångarna blir också övervakad i särskild ordning.

Den föreslagna reformen är alltså inte så långtgående som man kanske kan föreställa sig, men den stärker obligationsinnehavarnas ställning. Mitt förslag kan i allt väsentligt bygga på de restriktioner och begränsningsregler som redan finns i hypoteksinstitutens egna bolagsordningar. Att införa den nya rättsliga regleringen kommer därmed i praktiken att innebära ett begränsat ingrepp i den svenska hypoteksmarknadens struktur.

Att en hypoteksobligation i framtiden enligt mitt förslag skall kunna betecknas som särskilt säker, innebär således inte att den kommer att vara helt fri från risker. Det är alltså inte fråga om att införa någon slags undantagslag som befriar hypoteksinstituten från krav att delta i ratingprocesser och liknande genomlysning. Tvärtom kan man utgå från att institut som vill tillhöra den kategori som utger "särskilt säkra" obligationer måste räkna med att underkasta sig en omfattande ratingprocedur. Jag menar också att förutsättningarna för en sådan genomlysning blir bättre än beträffande andra finansinstitut till följd av kraven på att löpande föra ett låne- och pantregister.

Under mina överläggningar med olika intressenter har synpunkten framförts att den föreslagna lagstiftningen skulle vara, eller åtminstone uppfattas som, ett uttryck för en implicit statsgaranti för de utfärdade obligationerna. Synpunkter av detta slag framfördes ofta under finanskrisen som argument för att stärka fordringsägarnas ställning i olika finansinstitut som råkat på obestånd.

Jag vill härvidlag framhålla att själva åtgärden kan ses som ett uttryck för just det förhållandet att någon garanti, statlig eller annan, inte föreligger för obligationsemittenternas verksamhet. Genom förmånsrätten avses därför riskerna reduceras något till förmån för obligationsinnehavarna i händelse av emittentens konkurs. De internationellt vedertagna argumenten för införandet av EG-direktivets bestämmelser innefattade heller aldrig några aspekter av detta slag. Slutligen vill jag framhålla att lagregleringen av förmånsrätten tar sikte på obligationens ställning och inte på vilket slags institut som emitterat densamma. På en marknad med både institut som bedriver renodlad registerförd verksamhet och institut som bedriver blandad verksamhet bör instituten vara "immuna" mot förväntningar om att de skall fångas upp av ett statligt skyddsnät i händelse av fallissemang.

Det förhållandet att förmånsrätten som jag föreslår skall införas tar sikte på själva värdepapperet har lagtekniska fördelar men denna ansats ger också utrymme för flexibla institutionella lösningar. Alltför snäva legala avgränsningar, t. ex. knutna till vissa slags kreditinstitut, kan lätt spelas över av utvecklingen och framstå som otidsenliga och ineffektiva. Jag utesluter inte något kreditinstitut från att ingå i det

system jag föreslår skall införas, förutsatt att man fullt ut uppfyller de standardkrav och tillsynskrav som de nya rättsreglerna ställer.

"Blandad" verksamhet bör alltså vara tillåten enligt mitt förslag. Det innebär att aktörerna kan välja att bedriva både sådan verksamhet som förenas med registerföring och allmän finansieringsverksamhet. Deras upplåning får då baseras på både "särskilt säkra "obligationer förenade med förmånsrätt för innehavarna vid emittentens konkurs och andra typer av skuldebrev, inklusive obligationer utan särskild förmånsrätt.

Denna lösning är flexibel med hänsyn till institutens preferenser. En annan sak är att en sådan "funktionell lösning" kan vara förenad med större risker än en renodlad "institutionell lösning" och alltså kan höja placerarnas avkastningskrav även på de "särskilt säkra" obligationerna. Jag bedömer därför att även om lagen öppnar möjligheter till "funktionella lösningar", så kommer de flesta kreditinstitut att välja renodlade "institutionella lösningar" för att uppnå konkurrenskraftiga upplåningsvillkor.

Det innebär att kreditmarknadsföretag kan komma att organiseras i koncerner där bottenlångivning bedrivs i separata institut som emitterar "särskilt säkra" obligationer medan överliggande fastighetslån och andra typer av lån ges av "sekundärinstitut", utan särskild förmånsrätt för obligationsinnehavarna. För koncernen gäller det i så fall att optimera fördelningen av kapitalbasen mellan instituten så att den gynnsammaste kombinationen av upplånings- och därmed utlåningsvillkor uppnås. Mitt förslag bör därför kunna medföra såväl effektiv kapitalallokering inom koncernerna som bättre prissättning av risker på finansmarknaden i stort.

Systemet med särskilt säkra obligationer kan med förhållandevis små åtgärder även göras tillämpligt på banker. Det har dock inte legat i mitt uppdrag att överväga vilka regler som i framtiden bör gälla på bankmarknaden. Jag har vid samråd med Banklagskommittén redogjort för mina förslag och det ankommer på denna att överväga om särskilt säkra skuldförbindelser bör kunna ges ut också av banker.

En rättslig reglering av det slag jag föreslår gör det möjligt att lagstifta om en höjning av den övre gränsen för försäkringsbolagens enhandsengagemang i hypoteksobligationer från 10 procent till 40

procent av det belopp som skall skuldtäckas. En sådan lagändring kan ske med utgångspunkt i den särskilda undantagsbestämmelse som finns i tredje livförsäkringsdirektivets artikel 22.4. Denna bestämmelse har inte utan vidare kunnat införas i svensk rätt eftersom specialbestämmelser om förmånsrätt hittills har saknats. Vidare har argument framförts om att direktivets frihetsgrader är för vida och att lättnader i gällande enhandsregler för försäkringsbolag skulle strida mot försäkringstagarnas skyddsintressen.

Om säkerhetskraven och tillsynsreglerna i lagen om finansieringsverksamhet stramas upp på föreslaget sätt kan försäkringsbolagens placeringsregler utformas med hänsyn till hypoteksobligationernas förhållandevis homogena karaktär och låga riskinnehåll. Mer koncentrerade engagemang i obligationer från en och samma emittent kan då visserligen komma ifråga, men jag ser inte detta förhållande som särskilt anmärkningsvärt. Det är primärt en avgränsad krets riktigt stora kapitalförvaltare som har ett behov av ökad flexibilitet i sin förvaltning, ett behov som nuvarande regler inte riktigt tillgodoser. Det gäller exempelvis sådana livförsäkringsbolag som önskar hålla en räntebärande portfölj för skuldtäckningsändamål som avspeglar de utbudsförhållanden, bindningstider och risker som faktiskt råder på den svenska obligationsmarknaden (se avsnitt 3.3.2).

Det bör samtidigt understrykas att de övergripande krav som försäkringsrörelselagen uppställer för alla försäkringsbolag vad gäller matchning och riskspridning inte påverkas av om undantagsregeln rörande särskilt säkra obligationer införs och en av detaljbestämmelserna om enskilda placeringsrisker anpassas härefter. Kvar står också de gränsvärden som bl.a. reglerar försäkringsbolagens samlade stora enhandsengagemang mot hypoteksinstituten och övrig sektorsvis exponering med fastighetsanknytning.

Den grundläggande principen för ett försäkringsbolags förvaltning är att det skall placera sina tillgångar på ett tryggt och säkert sätt, i en väl diversifierad portfölj. Jag kan konstatera att EG:s försäkringsdirektiv i sin nuvarande utformning har precis denna utgångspunkt. I bl.a. Tyskland och Danmark har dessa direktiv, inklusive undantagsbestämmelserna rörande särskilt säkra hypoteksobligationer, accepterats utan att det ansetts äventyrligt för försäkringstagarna. Jag har inte

rats utan att det ansetts äventyrligt för försäkringstagarna. Jag har inte funnit någon anledning att göra en strängare bedömning för Sveriges vidkommande än den som har accepterats inom gemenskapen och jag föreslår följaktligen att den övre gränsen för försäkringsbolagens enhandsengagemang höjs i enlighet med tredje livförsäkringsdirektivets artikel 22.4.

I de följande avsnitten redovisas mina överväganden om olika bestämmelser mer i detalj. För att systemet med särskilt säkra skuldförbindelser skall fungera på betryggande sätt måste ställning tas och regler utformas i bl. a. följande avseenden.

- Skall systemet ha en funktionell eller institutionell inriktning? (4.2)
- Hur skall den särskilda förmånsrätten regleras? (4.3)
- Hur skall korrespondensen säkerställas mellan emittentens registerförda tillgångar och skuldförbindelser? (4.4)
- Vilken högsta belåningsgrad bör medges? (4.5)
- Hur skall belåningsobjekten värderas? (4.6)
- Vilka regler skall gälla för lån mot statlig garanti och kommunal borgen? (4.7)
- Hur skall den särskilda tillsynen utföras? (4.8)
- Hur skall övergången från nuvarande reglering till den föreslagna gå till? (4.9)

4.2 Institutionell eller funktionell inriktning

Mitt förslag: Inom ramen för bestämmelserna i lagen om finansieringsverksamhet om vilken verksamhet som är tillåten för kreditmarknadsföretagen bör särskilda regler föras in som gör det möjligt för dem att ge ut skuldförbindelser som uppfyller de rekvisit som anges i tredje livförsäkringsdirektivets artikel 22 punkt 4.

Regelsystemet bör utformas så att det blir företagens egna beslut om de vill ägna sig enbart åt att ge ut skuldförbindelser förenade med förmånsrätt eller göra detta vid sidan av sin övriga verksamhet.

Institutionell inriktning

Den institutionella varianten innebär att ett institut som emitterar skuldförbindelser av nu avsett slag inte får ägna sig åt annan verksamhet som annars vore tillåten för företaget. Med hänsyn till att de obligationer som företaget ger ut skall ges en särskild behandling i förmånsrättligt hänseende, kan det förefalla vara lättare att bedöma bolagets förmåga att infria sina förpliktelser om det inte samtidigt ägnar sig åt annan verksamhet. Hur det förhåller sig med den saken beror emellertid även på hur de med förmånsrätten sammanhängande frågorna löses. Även tillsynsverksamheten kan antas bli förenklad om den institutionella varianten väljs.

I Danmark har av tradition bostadsinstituten inte tillåtits ägna sig åt annan verksamhet. Det har därför varit naturligt för det danska systemet att bibehålla ett institutionellt regelverk för verksamheten även efter det att den av Danmark initierade undantagsregeln i placeringshänseende infördes. Man har där tyckt sig finna fördelar i olika avseenden med att ett institut som ger ut de särskilt säkra skuldförbindelserna inte ägnar sig åt annan verksamhet. Denna

danska uppfattning förefaller vara enhetlig både från myndighetshåll och från företrädare för berörda företag.

För bedömning av om en institutionell eller funktionell inriktning bör väljas för svenska förhållanden måste hållas i minnet att det inte är givet att det är regleringen av verksamhetsformen som är avgörande för optimalt införlivande av undantagsbestämmelsen i svensk rätt. EG-direktivens föreskrifter tar som framgått ovan främst sikte på egenskaper hos de skuldförbindelser som ges ut. Detta märks också i det förhållandet att både Danmark och Tyskland uppenbarligen lagt speciell vikt vid att obligationen, inte företagsformen, erhållit en i lag angiven beteckning.

Som angivits ovan har lagstiftaren ansett det vara av värde att reglerna för nu avsedda finansiella företag samlas i en lag. Som jag ser det finns det inte nu anledning att göra avsteg från den principen.

Inom ramen för den sedan den 1 juli 1997 gällande lagen om finansieringsverksamhet finns det dock möjligheter att reglera finansieringen, utgivningen av skuldförbindelser, på ett sätt som är företagsneutralt, dvs. det företag som finner fördelar i att koncentrera verksamheten till enbart det verksamhetsslag som det här är fråga om kan göra det, och det företag som vill bedriva även annan tillåten verksamhet hindras inte av lagstiftningen för sådant förfaringssätt.

Funktionell inriktning

Den funktionella inriktningen innebär att ett institut som ger ut skuldförbindelser av nu avsett slag därutöver får ägna sig även åt annan för företaget tillåten finansiell verksamhet.

En funktionell inriktning kan synas stå i god överensstämmelse med befintlig lagstiftning. Jag vill mot den bakgrunden inte föreslå en återgång till särlagstiftning för hypoteksinstituten.

Det kan hävdas att en funktionell lösning skulle kunna försvåra möjligheterna till en effektiv genomlysning av berörda företag, vilket har betydelse för placerare och låntagare. En rättvisande bild av bl.a. företagets ekonomiska ställning avseende obligationsutgivningen skulle kunna störas av att annan för företaget riskfylld verksamhet

bedrevs. Betydelsen av sådana argument måste emellertid bedömas mot bakgrund av hur frågan om säkerställande av obligationsinnehavarnas fordringar mot utgivaren löses. Under förutsättning av att detta kan ordnas på ett sätt som medför att dessa fordringar fortlöpande är täckta av tillgångar och säkerheter i vilka obligationsinnehavarna har förmånsrätt, synes inte företagets eventuella övriga verksamhet behöva störa bilden.

Att driva denna typ av finansieringsföretag tillsammans med annan, mer riskfylld, finansieringsverksamhet innebär sammantaget ett ökat risktagande för bolaget. Sådan samordning av i och för sig tillåten verksamhet kan verka hämmande för företagets rating och upplåningsvillkor. Mot den bakgrunden kan det antas att konkurrensen driver fram en renodling av verksamheten mot en institutionell inriktning. Det bör få vara instituten själva som avgör om de vill driva sin fastighetsfinansieringsverksamhet separat eller tillsammans med annan tillåten verksamhet. Det kan således vara antagligt att hypoteksinstituten finner det lämpligt att skilja av den verksamhet som skall svara mot eventuella krav från innehavare av skuldförbindelser i ett för ändamålet skapat bolag. Om detta kommer att bli fallet eller ej får framtiden utvisa.

EG-direktiven anger att ifrågavarande skuldförbindelser kan ges ut av kreditinstitut. När man talar om funktionell inriktning bör därför även beröras frågan om de särskilt säkra skuldförbindelserna bör kunna ges ut av banker eftersom de enligt sina rörelseregler både kan ordna upplåning genom utgivande av obligationer och lämna kredit mot pant i fast egendom. Möjligheterna för bank att lämna lån med långa löptider begränsas emellertid av den s.k. ettårs-regeln i 2 kap. 19 § bankrörelselagen (1987:617). Där anges att bank endast får lämna lån med längre löptid än ett år till ett sammanlagt belopp som motsvarar 25 procent av summan av eget kapital och bankens inlåning.

Reglerna om särskilt säkra skuldförbindelser bör således kunna göras tillämpliga även för banker. Det har emellertid inte legat i mitt utredningsuppdrag att överväga de regler som i bl.a. hit hörande avseenden i framtiden bör gälla inom banksektorn. Den sittande Banklagskommittén har att överväga sådana frågor. Jag har vid

samrådsförfarandet med Banklagskommittén redogjort för min ståndpunkt och mina slutsatser såvitt angår mitt utredningsuppdrag. Det ankommer därefter på Banklagskommittén att överväga om förslag skall läggas fram av kommittén som öppnar möjlighet också för banker att emittera särskilt säkra skuldförbindelser.

I det arbete inom EU som ledde fram till att undantagsregeln togs in i bl.a tredje livförsäkringsdirektivet har framhållits vikten av att obligationen särbehandlas. Genom en sådan markering möjliggörs för obligationsköparna att identifiera en särskilt säker placering, omgärdad av lagregler till tryggande av obligationsinnehavarnas ställning. I Danmark har en särskild beteckning för obligationen, realkreditobligation, förbehållits den obligationstyp som ges ut med stöd av de särskilda bestämmelserna.

I praktiken kommer skuldförbindelserna att vara av flera olika slag, t.ex. obligationer och certifikat, med skilda beteckningar. Något homogent begrepp är svårt att finna. Jag avstår därför från att föreslå ett sådant.

Det kan här vara på sin plats att framhålla att ordet skuldförbindelse inte är avsett att ha en speciell legal innebörd. Det behöver inte vara fråga om värdepapper avsedda för allmän omsättning utan kan även avse enkla skuldebrev av typ "private placement".

Inom EG:s regelsystem förekommer inte några bestämmelser som innebär att den ena eller andra varianten skall vara tvingande i valet mellan institutionell eller funktionell lagstiftningsmodell. Det är således förenligt med tredje livförsäkringsdirektivets innehåll att välja en lagstiftningsmodell som lämnar det öppet för berörda företag att utifrån sina egna förutsättningar välja den utformning av verksamheten som passar dem bäst.

En annan sak är att direktivet innehåller regler av tvingande karaktär i fråga om vilka bestämmelser som måste framgå av lag för att institutet skall få emittera de särskilt säkra obligationerna.

I och med att lagstiftningen för kreditmarknadsbolag bara varit i kraft några år ter det sig, som angivits ovan, främmade att nu föreslå en särlagstiftning för institut som ägnar sig enbart åt fastighetsfinansiering. Från vissa institut har önskemål om en sådan särlagstiftning framförts varvid antagits att en sådan lagstiftningsmetod skulle

förbättra möjligheterna till förmånlig upplåning för bolagen. Sådana argument återfinns också i Bankföreningens skrivelser i saken (se bilaga 2).

Det är emellertid att märka att direktiven inte alls talar om särlagstiftning för de institut som ger ut den speciella typ av skuldförbindelse som undantagsreglerna anger. Direktiven förutsätter endast att de rekvisit som omgärdar utgivningen av skuldförbindelserna skall framgå av lag. Det är inte fråga om reglering av associationsrättslig form eller av inskränkningar i rörelseregler. Införs bestämmelser motsvarande rekvisitens krav kommer en fullständig anpassning av svensk lagtext till direktivtexten att ha genomförts.

Genom en sådan anpassning erbjuds de inhemska instituten möjlighet att på motsvarande villkor som gäller för bl.a. de danska och tyska instituten ge ut skuldförbindelser av ett slag som blivit känt på den internationella marknaden. Enligt min mening bör de svenska hypoteksinstituten erbjudas möjlighet att vara verksamma på motsvarande villkor som gäller för institut verksamma inom andra länder inom gemenskapen som valt detta regelsystem. Det skall emellertid vara beslut fattade inom instituten som avgör om möjligheten skall utnyttjas.

4.3 Förmånsrätt

Mitt förslag: Innehavare av skuldförbindelser av det särskilda slag som anges i lagen om finansieringsverksamhet skall ha förmånsrätt i den egendom och i den omfattning som anges i de nya reglerna.

Den svenska förmånsrättslagen (1970:979) reglerar i vilken ordning olika fordringar skall betalas vid utmätning och konkurs. Undantagsregelns formulering om prioriterad återbetalning kan i praktiken inte ta sikte på annat än lagreglerad förmånsrätt.

Saken kan emellertid behöva beröras något närmare. Ifrågavarande rekvisit innebär att de belopp som kommer från obligationsutgivningen skall investeras i tillgångar som skall vara prioriterade för återbetalning av kapital och ränta till obligationsinnehavarna vid emittentens betalningsoförmåga. Tillgångarna kommer i nu aktuellt fall att huvudsakligen bestå av fordringar för vars rätta fullgörande säkerhet ställts i form av pant i fast egendom.

Enligt 6 § förmånsrättslagen följer förmånsrätt i fast egendom med inteckning i egendomen. Denna förmånsrätt kan således göras gällande vid låntagarens, fastighetsägarens, betalningsoförmåga. Förmånsrätten har emellertid inte någon omedelbar betydelse för fordringsägarnas ställning vid en obeståndsituation hos den som innehar ifrågavarande säkerhet.

Skulle emellertid obligationsutställaren hamna i obestånd, och det är den situationen som undantagsregeln behandlar, har konkursförvaltaren enligt 8 kap. 14 § konkurslagen att så snart det lämpligen kan ske vidta åtgärder för att driva in utestående fordringar. Detta är naturligtvis inte ett rimligt förfaringssätt i nu förevarande situation, och inte tänkbart beträffande de låntagare som fullgjort sina förpliktelser mot bolaget. Konkurslagens handlingsalternativ är att om en fordran inte kan drivas in inom rimlig tid, så får den säljas som annan lös egendom. Goda fordringar, dvs. sådana där låntagarna fullgör sin betalningsskyldighet, bör det naturligtvis alltid finnas en marknad för.

Förmånsrättslagen är uppbyggd med viss systematik innebärande bl.a. att förmånsrätt följer efter den ordning i vilken de särskilda förmånsrätterna är upptagna i lagen. Mot den bakgrunden kan det vara naturligt att i detta sammanhang anknyta en ny förmånsrätt till den som enligt gällande rätt föreligger för pant i fast egendom. Vidare kan det också vara lämpligt att bibehålla lagens systematik i så motto att, på motsvarande sätt som gäller för förmånsrätt avseende t.ex. försäkringstagares fordran, med en hänvisning till närmare bestämmelser i annan lag, i detta fall lagen om finansieringsverksamhet, klargöra omfattningen av den särskilda förmånsrätten.

Frågan om förmånsrätt är en av de mer avgörande frågeställningarna för bedömning av huruvida EG-direktivets rekvisit är uppfyllt eller inte. Att instifta en lagreglerad förmånsrätt i nu berört avseende

innefattar emellertid inte på något avgörande sätt en förbättrad ställning för innehavare av skuldförbindelser utfärdade av ett hypoteksinstitut som ägnar sig enbart åt sådan verksamhet. Den tillgångsmassa som föreligger till tryggande av krav från fordringsägarna har ju inte förändrats. Det är dock frågan om en markering av inte obetydligt slag för bedömning av den säkerhet med vilken innehavare av skuldförbindelser utfärdade av ifrågavarande institut kan räkna med att få betalt för sin fordran.

Lagreglerad förmånsrätt för innehavarna av skuldförbindelser av nu avsett slag är således också en av förutsättningarna för att placerare skall få utnyttja undantagsregeln för enhandsengagemang. Lagregler om detta återfinns både i de danska och tyska regelsystemen. Som angivits i den internationella översikten har de båda länderna valt skilda metoder vid tillämpningen.

I Tyskland hålls tillgångar avskilda i särskilda "pooler" beroende på om det är fråga om tryggande av utgivning av skuldförbindelser med säkerhet i pant i fast egendom eller t.ex. säkerheter ställda av offentliga organ.

De danska realkreditinstituten får enbart ägna sig åt utlåning mot säkerhet i fast egendom och där säkerställs skuldförbindelserna med avsättningar i s.k. seriereservfonder som är specialdestinerade till olika delar av obligationsstocken.

I de båda systemen är avsikten att tillgångar, i vilka innehavarna av skuldförbindelser har förmånsrätt, skall hos instituten hållas avskilda till belopp som motsvarar skuldförbindelsernas kapitalbelopp och upplupen ränta. Varken i Tyskland eller Danmark har man erfarenhet av att ett berört institut hamnat i en obeståndssituation. Som en följd av detta har man inte någon erfarenhet av hur en sådan situation skall hanteras, eller av hur regelsystemet avseende förmånsrätt skulle fungera i praktiken.

För att i svenskt regelsystem uppnå att EG-direktivens nu behandlade bestämmelser följs fordras att förmånsrättslagens bestämmelser kompletteras med bestämmelser om i vilken egendom och i vilken omfattning förmånsrätten gäller. Här finns en del praktiska problem.

Utgångspunkten bör vara att det är tillgångar i form av fordringar säkerställda med pant i fast egendom som skall hållas avskilda från institutets övriga verksamhet. Storleken på dessa tillgångar skall fortlöpande motsvara minst de krav avseende kapital och upplupen ränta som kan framställas mot institutet på grund av innehav av skuldförbindelser förenade med förmånsrätt. Eftersom det är möjligt för låntagare hos institutet att lösa lån under pågående löptid kommer emellertid det att förekomma att även andra tillgångar kan behöva ligga som säkerhet bland det som hålls avskilt. Sådana tillgångar måste vara av utpräglat likvid och säker karaktär som t.ex. statspapper och bankdepositioner.

För instituten är det av vikt att på ett smidigt sätt kunna hantera tillfälliga fluktuationer i betalningsströmmarna. Detta intresse får vägas mot behovet av att tillgångsregistret är överskådligt. Det måste vara möjligt för tillsynsmyndigheten att fortlöpande kunna avläsa att principen om balans mellan tillgångar och förmånsberättigade skulder upprätthålls. De tillfälliga avvikelserna får inte vara av sådan omfattning eller innehåll att de äventyrar säkerheten för de sammanlagda tillgångarna avsedda att trygga rätt betalning för innehavarna av de särskilda skuldförbindelserna.

Förmånsrätten i praktiken

Varken danska eller tyska institut har erfarit betalningssvårigheter som aktualiserat obeståndsreglerna. Institut som omgärdas av regelsystem till tryggande av fordringshavarnas ställning bör inte annat än i undantagsfall kunna hamna i utsatta lägen i ekonomiskt hänseende. Vore det inte så skulle systemen inte fylla sin funktion eller på annat sätt varit illa konstruerade.

Det är av mycket påtaglig betydelse att instituten i eget intresse följer värderingsregler som ger till resultat att värderingen så nära som möjligt motsvarar verkligt värde. Det ankommer på tillsynsmyndigheten att meddela föreskrifter som kan bidra till att detta blir fallet. Instituten skall dessutom inrätta särskilt register över tillgångar och förmånsberättigade skulder. Därigenom bör det bli möjligt att med

lätthet urskilja vilka med pant i fast egendom säkrade tillgångar som skall svara mot krav framställda från innehavare av skuldförbindelser med förmånsrätt. Om en obeståndssituation inträffar kan risken för förluster för berörda obligationsinnehavare sägas ha minimerats men inte eliminerats. Till detta återkommer jag nedan.

Skulle således mot förmodan ändå en obeståndssituation inträffa för ett institut i vars verksamhet ingår att emittera särskilt säkra skuldförbindelser bör säkerhetsläget för innehavare av sådana skuldförbindelser kunna tecknas på följande sätt.

I en konkurssituation svarar på vanligt sätt konkursgäldenärens egendom mot de fordringar som framställs i konkursen. Reglerna om förmånsrätt anger i vilken ordning borgenärerna skall ha rätt till betalning ur konkursegendomen. En regel om förmånsrätt för de som innehar skuldförbindelser av nu avsett slag medför således att de skall ha utdelning i konkursen före andra fordringsägare som angivits efter dem i förmånsrättsordningen. En sådan ställning innebär en faktisk fördel i de situationer då den avskilda tillgångsmassan svarar mot kraven. Skulle emellertid tillgångarnas värde snabbt sjunka, t.ex. vid ett hastig krisförlopp på fastighetsmarknaden, kan det inträffa att tillgångarna inte förslår till täckande av de förmånsberättigade kraven. Förutsättningarna för att tillgångarna skall räcka har dock förbättrats.

Avslutningsvis måste beröras övriga fordringsägares ställning. Det kan med visst fog hävdas att deras ställning försämras efter det att andra fordringsägare, vars rätt till betalning tidigare varit likställd med de övrigas, erhållit förmånsrätt för sina fordringar. Övriga fordringsägares ställning måste därför på lämpligt sätt säkerställas före det att förmånsrätten börjar gälla för innehavarna av de särskilt säkra skuldförbindelserna. Detta är ett viktigt moment som företaget måste uppfylla före det att Finansinspektionen kan lämna tillstånd till företaget att bedriva den nya verksamheten.

Frågan bör lösas så att det medför minsta möjliga ingrepp i institutets verksamhet samtidigt som de övriga borgenärernas ställning förblir så trygg som möjligt. Saken kompliceras något av de på upplåningsmarknaden förekommande s.k. negativklausulerna som, genom att de inleds med att institutet inte ställer någon säkerhet för lånet, syftar till att inte försämra obligationsinnehavarnas möjlighet

till betalning genom att säkerheter ställs för kommande förbindelser från institutets sida. Avsikten är att skuldförbindelser som är förenade med negativklausuler, liksom andra skuldförbindelser som skall omfattas av förmånsrätten, skall täckas med tillgångar enligt det register som företaget måste upprätta.

För övrig utlåning, som inte skall omfattas av förmånsrätt, får vid tidpunkt som företaget väljer annan finansiering som inte skall omfattas av förmånsrätt ordnas. Det bör i samband med upptagande av nya lån markeras att företaget har för avsikt att ansöka om tillstånd att driva verksamhet med andra förmånsberättigade skuldförbindelser. Finansieringen av övrig utlåning måste i erforderlig utsträckning ha ordnats före det att Finansinspektionen kan meddela tillstånd.

I samband med ansökan måste också företaget kunna visa att det har ekonomisk förmåga att täcka övriga utestående fordringar som t.ex. leverantörsfordringar. Denna post får antas vara av i sammanhanget jämförelsevis blygsam omfattning. Fordringarna har uppkommit i en avtalsituation som i allmänhet förutsätter betalning på anfordran. Övriga fordringsägares möjlighet till betalning kommer således inte att äventyras av att förmånsrätten införs. Om det i enskilda fall visar sig att speciella avtalsvillkor föreligger, måste företaget för Finansinspektionen redovisa hur saken, på för fordringsägaren betryggande sätt, skall lösas. Några rättsförluster skall mot den bakgrunden inte behöva uppstå.

Det är uppenbart att om institutets finansiella ställning framstår som så ansträngd att institutet inte förmår att övertyga tillsynsmyndigheten om att det har kapacitet att infria samtliga sina skulder, så skall sådant företag inte heller erhålla tillstånd att emittera skuldförbindelser av den slag det nu är fråga om.

4.4 Balansprincipen

Mitt förslag: Ett institut som ger ut de särskilda skuldförbindelser som här avses skall genom upprättande av ett för ändamålet avsett register, fortlöpande till tillsynsmyndigheten kunna redovisa att tillgångar, säkerställda med huvudsakligen pant i fast egendom, motsvarande minst skuldförbindelsernas värde hålls avskilda från institutets övriga verksamhet.

Skyldighet för institutet att föra sådant register skall framgå av lag.

De medel som institutet uppbär från utgivningen av de skuldförbindelser det är fråga om skall investeras i tillgångar som, under skuldförbindelsernas hela löptid, motsvarar de krav som kan framställas mot institutet med anledning av utestående skuldförbindelser. Både kapitalbelopp och upplupna räntor skall täckas av dessa tillgångar.

Enligt uppgifter från hypoteksinstituten skall det inte bereda dem några särskilda svårigheter att fortlöpande med datateknikens hjälp framställa register över utestående fordringar vilka täcks av pant i fast egendom och över den finansiering som ligger till grund för lämnade krediter i detta avseende. Av registret skall även tillgångarna och säkerheternas värde liksom värdet på omfattade skuldförbindelser framgå. Även om systemen skiljer sig åt mellan de olika instituten är det nödvändigt för dem att lägga upp verksamheten så att de kan kontrollera att tillgångar antecknats i registret i erforderlig omfattning. Detta är ett betydelsefullt moment i EG-direktivets rekvisit och måste vara uppfyllt för att det skall vara tillåtet att placera i den utsträckning som undantagsregeln anger.

Vad saken gäller är att uppnå en värdemässig balans mellan tillgångar och prioriterade skulder. Jag har därför övervägt om det är lämpligt att i lagstiftningen ställa krav på matchning av räntebind-

ningstider avseende tillgångar och prioriterade skulder som företaget skall uppfylla. Jag har dock stannat för att inte föreslå något regelsystem i detta avseende eftersom jag anser att det även utan särskilda regler på området ingår bland de hänsyn som ledningen för ett finansiellt företag måste ta, och bland de frågor som tillsynsmyndigheten bör bevaka. Det bör dock framhållas att kravet på matchning för denna typ av verksamhet är större än motsvarande krav för banker, eftersom marginalerna för hypoteksinstituten normalt är mindre på grund av bl.a. verksamhetens långfristiga karaktär.

För klarhets vinnande bör framhållas att det inte är fråga om ett avskiljande av tillgångar och prioriterade skulder i fysisk bemärkelse. Registrets funktion är att säkerställa att erforderlig tillsyn av att balansprincipen upprätthålls, samt att ange den tillgångsmassa i vilken förmånsrätt föreligger.

Jag har förordat att institut som ger ut skuldförbindelser med förmånsrätt inte av lagstiftaren skall förhindras att bedriva även annan för sådana bolag tillåten verksamhet. Mot den bakgrunden är det lämpligt att instituten på sikt ser till att t.ex. ordna den del av sin upplåning som skall vara förenad med förmånsrätt i särskilda serier eller liknande som kan ställas mot den del av låneportföljen som är säkerställd med pant i fast egendom, för att på så sätt markera skillnaden mot den eventuella övriga upplåning som företaget har.

Jag har av företrädare för instituten bibringats intrycket att de redan nu har system som utan större problem kan redovisa för tillsynsmyndigheten vilka delar av upplåningen som skall ställas mot här avsedda fordringar. Det bör därför inte medföra någon nämnvärd kostnad för dem att upprätta registret.

De svenska hypoteksinstituten använder en del olika instrument för sin upplåning. Generellt kan som exempel anges att upplåning på den svenska marknaden sker genom emission av obligationer ur s.k. benchmarklån, privatobligationer och certifikat. Vidare sker viss upplåning på dagslånemarknaden. Certifikat används för finansiering av kortfristig utlåning och för att byta in obligationer ur benchmarklånen vilket regelmässigt sker omkring ett år före det lånets förfallotidpunkt. När ordet skuldförbindelser används förstås med det således inte enbart obligationer.

Den beskrivna upplåningsstrukturen visar att det är enbart de upplåningsinstrument som används för att täcka utlåningen mot säkerhet i fast egendom som är sådana att de skall vara förenade med förmånsrätt.

I samband med t. ex. omsättning eller överlåtelse av lån förekommer det inom instituten att de kortfristigt har betydande belopp i likvida medel. Detta är en följd av att upplåningen måste ha en viss volym och att det därför inte alltid är möjligt att i tid samordna med t.ex. låneomsättningar. Det bör därför vara möjligt för instituten att hålla likvida medel avskilda som säkerhet i stället för fordringar säkerställda med pant i fast egendom i en omfattning som möjliggör en effektiv samordning vid låneomsättningar eller överlåtelser. Samma synsätt gör sig gällande avseende institutens möjligheter att placera i statspapper. Genom att på så sätt begränsa de övriga tillgångar som får anges i tillgångsregistret ökar systemets överskådlighet.

De tillgångar som skall anges i registret skall huvudsakligen vara säkerställda med pant i fast egendom. Detta innebär bl.a. att instituten också vid registerhållningen måste beakta att lånen i viss utsträckning amorteras. Vid amortering minskar lånets nominella värde och i normalfallet uppstår även ägarhypotek motsvarande amorteringens storlek. Givetvis måste den del som amorterats avräknas från vad som hålls avskilt till tryggande av krav från innehavare av institutets skuldförbindelser. Detta förhållande skall även framgå av registret.

4.5 Belåningsgrad

Mitt förslag: I lag anges högsta belåningsgrad uppgående till 75 procent av bostadsfastigheters marknadsvärde och 60 procent av marknadsvärdet för kommersiella fastigheter och jordbruksfastigheter.

Genom att i lag ange högsta belåningsgrad markeras vikten av att den med förmånsrätten tryggade ställningen för innehavarna av ifrågavarande skuldförbindelser inte urholkas av en alltför riskfylld utlåning.

I Danmark har man valt att ange olika belåningsgrad för bostadsfastigheter respektive kommersiella fastigheter, 80 respektive 60 procent. Anledningen är att man därigenom direkt anser sig kunna beakta de större prisfluktuationer som förekommer för kommersiella fastigheter.

I Tyskland är belåningsgraden för alla slags fastigheter 60 procent. Därigenom uppnår man att nivåskillnaden för att systemet skall bli så säkert som möjligt markeras. Kostnaderna för toppbelåningen får dock antas öka ju lägre belåningsgrad som anges inom systemet. Till detta kommer att några regler om vilken belåningsgrad som skall vara tillåten förekommer inte i de aktuella EG-direktiven.

Här bör markeras att, även om det i lag anges högsta belåningsgränser, så ankommer det på instituten att anpassa belåningsgraden till vad som anses lämpligt och försvarbart mot bakgrund av bedömning av låneobjektets värde i varje enskilt låneärende.

Å ena sidan bör således belåningsgraderna anges så att även tämligen kraftiga prisfluktuationer ryms inom utrymmet upp till fulla marknadsvärdet. Å andra sidan får inte gränserna sättas så lågt att de för med sig omfattande strukturella förändringar på bostadsfinansieringsmarknaden, eller leder till påtagliga kostnadsökningar för finansieringen av överskjutande del av köpeskillingen. Här får alltså en avvägning ske mellan fastighetsägarnas intresse att kunna erhålla så förmånliga lånevillkor som möjligt, och intresset hos de som innehar skuldförbindelser från institutet att de avskilda säkerheterna är tillräckliga för att kunna möta eventuella krav.

Så riktigt angiven övre belåningsgrad som möjligt för de slag av fastigheter som berörs ökar tilltron till systemet med särskilt säkra skuldförbindelser. Både från placerarhåll och från de enskilda instituten kan man göra bedömningen att den nivå som i praktiken skall tillämpas bör sättas lägre för att tillräcklig säkerhet skall uppnås. Lagstifningen hindrar inte en sådan åtgärd. Det är bl.a. en avvägning mellan dessa intressen som lett fram till valet av de nivåer jag föreslår.

De föreslaga belåningsgraderna innefattar en viss restriktion för institutens handlingsfrihet i kreditgivningen framöver. Min avsikt är att de föreslaga gränsvärdena skall stärka förtroendet för institutens långsiktiga stabilitet. Gränserna är väl förankrade i den praxis för bottenlån som utvecklats på den svenska hypoteksmarknaden under senare år. Hänsyn har tagits till att belåningen av bostadsfastigheter och egna hem dominerar i institutens låneprotföljer. För dessa låneobjekt har prisfall noterats vid ett par tillfällen under de senaste två decennierna. Dels inträffade en period med stagnation i fastighetspriserna under åren 1981-1983, dels ägde en kraftigare prisjustering rum under fastighetskrisen åren 1992-1993 i storleksordningen 20 procent i genomsnitt.

Vid bedömning av lämplig övre gräns för svenska förhållanden måste således hänsyn tas till att prisfuktuationerna, även under den nyligen passerade fastighetskrisen, inte för bostadsfastigheter varierat mer än att de ryms inom t.ex. 25 procent. En annan sak är att variationerna för enskilda objekt kan ha överstigit den nivån.

Jag ser en fördel i att i nuvarande marknadssituation kunna föreslå låsning av övre belåningsgränser i lagstiftningen. Läget karaktäriseras av återhämtning i fastighetspriserna och av relativ balans på marknaden. De tendenser till överhettning på marknaden som upplevdes under slutet av 1980-talet förekommer inte längre.

Vidare har hypoteksinstitutens kreditprövning utvecklats positivt på flera sätt. Kreditprövningen tar inte bara hänsyn till låneobjektens bakomliggande säkerheter och marknadsvärden, utan prövningen omfattar i första hand låntagarnas finansiella ställning och betalningsförmåga. En belåningsgräns på 75 procent av marknadsvärdet för bostadsfastigheter anser jag vara väl avvägd och betryggande med hänsyn till hur instituten numera driver kreditprövningsfrågorna.

För andra typer av fastigheter, som kommersiella fastigheter och jordbruksfastigheter, tenderar priserna att variera i större utsträckning. Prisskillnaderna mellan enskilda objekt kan också vara förhållandevis stora beroende på individuella faktorer som t.ex. läge och utnyttjandegrad. Kreditprövningsprocesserna måste utformas med hänsyn till dessa variationer på marknaden.

Jag anser det vara lämpligt att lägga den övre belåningsgraden för dessa fastighetstyper något lägre än för bostadsfastigheter och har vid detta övervägande stannat vid samma gräns som används i Danmark, 60 procent, eftersom den gränsen är väl etablerad inom institutens praxis även i Sverige.

Fastigheter som klassificeras på annat sätt bör inte kunna belånas inom ramen för systemet med förmånsrätt för vissa skuldförbindelser. Det får markeras att hypoteksinstituten, inom ramen för de gränsvärden jag föreslår, på eget ansvar har att bedöma lämpligt risktagande och fastställa den gräns för belåningsgraden som institutet tillämpar för varje enskilt låneobjekt.

I detta sammanhang bör uppmärksammas att tillgångar och säkerheter som svarar mot den befintliga stocken av skuldförbindelser i vissa fall har varit föremål för andra värderingsmetoder än bedömning av marknadsvärdet. Om den utestående stocken av skuldförbindelser skall få omfattas av förmånsrätt enligt de nya reglerna är det inte nödvändigt att vid införandet av regelsystemet låta göra en ny värdering av de underliggande belåningsobjekt som svarar mot obligationsskulden. Tidigare använda värderingsmetoder bör få gälla. För nytillkommande belåningsobjekt skall emellertid marknadsvärdet bestämmas.

I praktiken kommer således tidigare gjorda värderingar och värderingsmetoder att av praktiska skäl att få inledningsvis accepteras. Problemet är av övergående karaktär. Totalt sett kan detta snarast medföra en fördel för säkerheten i systemet. Vid prisökningar för belånade fastigheter kvarstår den gamla värderingen och bidrar på så sätt till skapande av övervärde i tillgångsmassan. Synsättet innefattar naturligtvis inget hinder för låntagaren att vid prisökning i belånad fastighet begära ny värdering av säkerheten för det fall att den skall belånas ytterligare.

Med tillämpning av ett tillståndsförfarande kommer förmånsrätten att gälla först efter det att Finansinspektionen kontrollerat bl.a. att institutet avskilt tillgångar och säkerheter som motsvarar ifrågavarande stock av skuldförbindelser. Det ligger således i institutets eget intresse att värderingen av belåningsobjekten så snabbt som möjligt kan bedömas vara i överensstämmelse med föreskrifterna. Avsikten

är inte att institutet skall begära in extra säkerheter för eventuella prisfall för existerande belåningsobjekt i de fall då låntagaren fullgjort sina förpliktelser enligt låneavtalet.

Mitt förslag i denna del innefattar således övre gränsvärden. Inget hindrar det institut som anser att gränsen för deras del bör sättas lägre att genomföra en sådan åtgärd. Det förhållande att en funktionell lösning förordas medför att instituten inte heller bör i lag förhindras att bevilja lån i utrymmet över här angiven belåningsgrad. Sådana lån kan emellertid inte finansieras genom utgivande av skuldförbindelser av här avsett slag eftersom sådana lån med därtill hörande säkerheter inte kan ingå i den avskilda tillgångsmassan.

4.6 Värderingsfrågor

Mitt förslag: Närmare föreskrifter angående hur värderingen av belånade fastigheter skall verkställas utfärdas av Finansinspektionen.

Reglerna för hur värderingen skall gå till behöver inte framgå av lag. Redan nu har Finansinspektionen ett uppbyggt regelsystem för hur fastighetsvärdering i samband med finansiell verksamhet bör gå till. Detta system av regler bör i allt väsentligt kunna tillämpas även i nu förevarande sammanhang.

Värderingen skall verkställas när krediten beviljas. Enligt min mening bör ny värdering äga rum endast vid nybelåning. Har låntagaren fullgjort sina åtaganden enligt låneavtalet är det, som jag i föregående avsnitt angivit, naturligtvis inte meningen att instituten skall vara tvugna att begära in kompletterande säkerheter när priserna för befintliga låneobjekt rör sig nedåt.

Har institutet värderat en fastighet felaktigt skall erforderlig nedskrivning av värdet ske i det register över tillgångar och säkerheter som institutet skall föra. Någon förändring av villkoren gentemot

låntagaren behöver inte ske. Det väsentliga är att tillgångarna i registret fortlöpande svarar minst mot utfärdade skuldförbindelser.

Tillsynsaspekten förenklas av att det är institutens skyldighet att följa de föreskrifter för korrekt värdering som tillsynsmyndigheten utfärdar. Den direkta risken för att reglerna av en eller annan anledning sätts åt sidan kommer att bäras av instituten. Visar det sig att värdet av ett låneobjekt är väsentligt lägre än som antogs vid lånets beviljande kommer tillsynsmyndighetens uppfattning om rätt belåningsgrad att ligga till grund för om lånet får ingå i den tillgångsmassa i vilken förmånsrätt skall gälla för den särskilt säkra obligationsutgivningen.

Därmed görs också tydligt vikten av att en fastighet som skall belånas värderas så riktigt som möjligt. Det har avgörande betydelse för att tillgångarna skall fylla sin funktion enligt balansprincipen.

Finansinspektionens värderingsföreskrifter

Nedan redovisas i sammanfattning nuvarande föreskrifter och allmänna råd från Finansinspektionen. Det är inte givet att dessa i alla delar bör gälla för den fastighetsvärdering det nu är fråga om, men huvudprinciperna bör vara desamma. Det bör här framhållas att de nu angivna reglerna också har till syfte att upprätthålla den s.k. balansprincipen. Rätt värderade kommer tillgångarna att svara mot utfärdade skuldförbindelser.

I Finansinspektionens författningssamling har inspektionen utgivit föreskrifter och allmänna råd om årsredovisning i kreditinstitut och värdepappersbolag respektive om årsredovisning i försäkringsföretag (FFFS 1996:28 och 29). I de båda föreskrifterna har värderingsprincipen angivits på följande sätt (FFFS 1996:28, 4 kap. 7 §, och FFFS 1996:29, 4 kap. 10 §).

Vid bestämning av verkligt värde för fastigheter skall med försäljningsvärde avses det pris som på balansdagen skulle uppnås vid en frivillig, offentligt utbjuden försäljning på en marknad som tillåter försäljning i normal ordning och där skälig tid ges för förhandlingar.

Verkligt värde skall årligen fastställas genom individuell värdering. Om särskilda skäl föreligger får värdering av småhus med begränsat värde grundas på generella uppgifter om prisnivåer för sådana objekt.

Värderingen skall utföras av en värderingsman med erforderlig kompetens och med användande av erkända och accepterade värderingsmetoder. Den metod eller kombinationer av metoder skall väljas som för varje enskild fastighet bäst återspeglar försäljningsvärdet på balansdagen. Värderingen skall dokumenteras skriftligt per fastighet och innehålla information om när och hur och på vilka grunder värderingen utförts och av vem.

Allmänna råd

Enligt tredje stycket får värdering utföras av såväl internt anställd personal som externt anlitade värderingskonsulter om de uppfyller det allmänna kvalifikationskravet. Detta innebär att värderingsmannen skall besitta tillräcklig teoretisk och praktisk kunskap om hur värderingen skall utföras samt i övrigt vara väl förtrogen med fastighetsmarknaden i allmänhet och den enskilda fastighetens lokala marknadsförhållanden i synnerhet.

För att fastställa försäljningsvärdet kan följande metoder eller kombinationer av metoder tillämpas:

1. Ortprismetoden

Metoden har sin utgångspunkt i marknadsanalyser. Detta innebär att värdebedömningen görs med ledning av betalda priser för likartade fastigheter, jämförelseobjekt, på en fri och öppen marknad. Tillgången på relevanta marknadsdata är därför av avgörande betydelse för resultatets kvalitet. För att möjliggöra analysen relateras betalda priser till värdepåverkande faktorer.

2. Kassaflödesmetoden

Metoden bygger även den på marknadsanalyser men har utformningen av en investeringskalkyl. Metoden utgår från en bestämd kalkylpe-

riod där betalningsströmmarna och det framtida restvärdet diskonteras till ett nuvärde, d.v.s. ett bedömt försäljningsvärde.

De framtida betalningsströmmarna bedöms och fastställs utifrån respektive fastighets rådande förhållanden. Härvid bedöms bland annat hyror, hyresutveckling, vakanser och vakansutveckling, drifts- och underhållskostnadsutveckling, inklusive eftersatt underhåll. Räntekostnader och andra finansieringskostnader skall inte beaktas i flödena. bedömningarna om framtida hyresnivåer, vakanser och kostnadsutveckling skall återspegla marknadens förväntningar och synsätt.

Risker förknippade med respektive fastighet beaktas i flödena. Risk därutöver beaktas vid fastställande av kalkylränta respektive avkastningskrav. Direktavkastningskravet motsvarar marknadens förräntningskrav för liknande objekt. Nuvärdet av eventuella räntebidrag bör beräknas separat i flödet.

Det danska Finanstilsynet har utfärdat Bekendtgörelse om realkreditinstitutters värdiansättelse (nr. 194 af 15. marts 1994). Under rubriken generella bestämmelser har i bekendtgörelsens 3 § den huvudsakliga värderingsprincipen angivits vilken också återfinns i realkreditlovens 41 §.

Värderingen skall ligga inom det belopp som en förvärvare med kunskap om de förevarande pris- och marknadsförhållandena 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 eventuell risk för ändringar i marknadsförhållanden eller strukturförändringar. Är det fråga om egendom ägd av stat eller kommun får anskaffningsvärdet ligga till grund för värderingen om institutet bedömmer detta värde som rimligt.

4.7 Statlig garanti och kommunal borgen

Mitt förslag: Fordringar säkerställda med statlig garanti och pant i belåningsobjektet får ingå i säkerhetsmassan även till den del fordringarna överstiger angiven belåningsgrad.

Lån vilka lämnats till kommunala företag eller andra och som säkerställts med kommunal borgen får övergångsvis ingå i tillgångsmassan inom i lag angiven belåningsgrad. Vid nybelåning eller omsättning av lån skall emellertid sådana lån säkerställas med pant i den belånade fasta egendomen.

Lån direkt till kommuner får inte ingå i tillgångsmassan.

En särskild fråga är hur lån för vilka staten lämnat garanti respektive kommun ställt borgen skall behandlas. Eftersom sådana säkerheter inte skall behöva sättas ifråga har från instituten framförts önskemål om att sådana lån skall kunna räknas in bland tillgångsmassan även i de delar som kan överstiga 75 procent av marknadsvärdet för belåningsobjektet.

Det är inte avsikten att de föreslagna reglerna skall försvåra användandet av vedertagna bostadsfinansieringsinstrument. Den utlåning som sker med statlig garanti skall också vara säkerställd med pant i belåningsobjektet. Så länge situationen är sådan förefaller det vara rimligt att fordringar som fullt ut är säkerställda med statlig garanti och pant i belåningsobjektet får ingå i säkerhetsmassan även avseende belopp överstigande 75 procent av låneobjektets marknadsvärde. Därigenom påverkas inte heller förutsättningarna för nyproduktionen av bostäder.

När det gäller kommunal borgen måste skillnad göras på utlåning som sker till kommunala företag och utlåning direkt till kommunen. Enligt 8 kap. 13 § kommunallagen (1991:900) gäller förbud mot pantsättning. "Kommuner och landsting får inte upplåta panträtt i sin egendom till säkerhet för en fordran. Vid förvärv av egendom får de dock överta betalningsansvaret för lån som tidigare har tagits upp mot säkerhet av pant i egendomen."

För kommunala företag gäller inte pantsättningsförbudet. För deras upplåning har trots detta kommunal borgen ställts. På så vis undviks kostnader för uttagande av pantbrev.

Utlåning till kommuner skiljer sig markant från den typ av utlåning som avser belåning av fastigheter och där fastighetspanten skall hållas avskild. Det finns ingen anledning att blanda in sådan utlåning i den tillgångsmassa som skall vara registrerad. Detta ställningstagande har inget att göra med hur säker utlåning till kommuner skall anses vara.

Man måste hålla i minnet att det regelsystem jag föreslår tar sikte på beviljade krediter mot realsäkerheter. Om utlåning direkt till kommuner skall vara en verksamhetsgren för hypoteksinstitutet krävs att det utnyttjar möjligheten att driva verksamheten i den blandade form som den funktionella varianten medger.

När det gäller utlåning till kommunala företag för finansiering av fast egendom bör i fortsättningen krävas att den säkerställs med panträtt. Något skäl att i dessa fall tillåta andra belåningsgrader än de som angetts föreligger inte. Sådan belåning får visserligen förekomma när så bedöms lämpligt, men skall inte ingå i den säkerhetsmassa över vilken register skall föras.

Jag är väl medveten om de regler som gäller för den kommunala sektorn beträffande pantsättning. Endast för vissa delar av bostadsinstitutens lånestockar som omfattas av kommunal borgen är det möjligt att prestera formella säkerheter och då till merkostnader i form av administrativa avgifter. Med hänsyn till dessa omständigheter och till de strukturella återverkningar som följer med ett arrangemang då en betydande stock av krediter måste lyftas av för att finansieras i annan ordning, har jag stannat för en övergångslösning.

Utestående fastighetslån som vid lagens ikraftträdande är säkerställda med kommunal borgen kan övergångsvis tillåtas skuldtäcka en motsvarande upplåning med särskilt säkra obligationer fram till dess lånen blir föremål för omsättning eller förfaller till betalning. Vid de tillfällena anser jag att samma regler skall tillämpas för kommunala företags fastighetsbelåning som de som gäller för övrigt. Samma krav och förfarande kommer då att gälla för den utestående lånestocken som vid nybelåning.

4.8 Tillsynsfrågor

Mitt förslag: Regler om offentlig tillsyn över institut som ger ut skuldförbindelser av här avsett slag införs. Reglernas utformning skall i enlighet med EG-direktivet avse att skydda innehavarna av skuldförbindelserna.

Som tidigare nämnts kräver EG-direktivet att det skall av lag framgå att det är fråga om offentlig tillsyn i syfte att skydda innehavarna av de avsedda skuldförbindelserna. Det räcker således inte med den tillsyn som institutet redan är underkastad enligt befintliga tillsynsregler.

Jag har tolkat denna regel som att det är fråga om tillsyn av att de särskilda regler som införs i syfte att göra undantagsregeln tillämplig i svensk rätt efterföljs. Ett fåtal nya regler tillkommer således utöver de redan nu förekommande tillsynsreglerna för företag som lyder under lagen om finansieringsverksamhet. Lagtexten i detta avseende skall inte behöva vara mer omfattande än att det klart framgår att tillsynen skall verkställas av Finansinspektionen och i vilka närmare angivna avseenden tillsynen skall utövas.

Av lag behöver således framgå att det institut som ger ut säkra skuldförbindelser är föremål för tillsyn i syfte att de särskilda regler som är till för att skydda skuldförbindelseinnehavarnas ställning iakttas. De detaljföreskrifter som krävs i sammanhanget får utfärdas av tillsynsmyndigheten.

Det behöver dock inte vara fråga om en tillsyn som tar sikte på att kontinuerligt granska varje enskilt institut. Det kan vara tillräckligt med ett regelsystem som till sin utformning ålägger instituten att följa de värdringsföreskrifter som tillsynsmyndigheten utfärdar.

Som jag ser saken innefattar tillsynen främst förfarandet i samband med tillståndsgivningen och kontroll över att det särskilda registret över att tillgångar och säkerheter svarar mot utfärdade skuldförbindelser förs på ett korrekt sätt. Kontrollen av att instituten följt värderingsföreskrifterna är också av betydelse. Stickprovskontroller av att gjorda

värderingar är korrekta borde vara tillfyllest för att säkerställa att tillgångsmassan är riktigt värdrad. Skulle det visa sig att felaktig värdering är av mer systematisk karaktär löper naturligtvis institutet risken att dess tillstånd att driva verksamheten sätts ifråga.

Sammantaget torde arbetet med tillsynen i nu berört avseende innebära att en redan befintlig tillsynsverksamhet utökas något. Den torde medföra att Finansinspektionen tillförs ett par nya tjänster.

Den svenska tillsynen kommer att ha särskild betydelse i det skede då bestämmelserna skall träda i kraft. Finansinspektionen behöver då granska att institutet har avsatt tillräckliga tillgångar och säkerheter för att svara mot den utgivning av skuldförbindelser för vilken förmånsrätt skall gälla efter det att tillstånd meddelats. Vidare skall institutets ekonomiska ställning vara sådan att övriga borgenärer kan bedömas ha i praktiken samma säkerhet för betalning som tidigare. När inspektionen gjort bedömningen att institutet svarar mot de krav som lagstiftningen och inspektionens föreskrifter anger skall inspektionen meddela tillstånd för institutet att ge ut skuldförbindelser av det slag som här avses. Först efter inspektionens tillståndsbeslut kommer förmånsrätten att gälla. Ett återkallat tillstånd påverkar inte förmånsrätten för redan utgivna skuldförbindelser.

4.9 Vissa övergångsfrågor

Mitt förslag: Institutets utestående stock av skuldförbindelser får omfattas av de nya reglerna i den mån tillgångar säkerställda med pant i fast egendom eller andra godtagbara tillgångsslag i motsvarande mån kan antecknas i institutets register över dessa.

Lån till kommunala företag för fastighetsfinansiering, vilka lån säkerställts med kommunal borgen, får övergångsvis inräknas i den tillgångsmassa över vilken register skall föras. Vid nybelåning eller låneomsättningar skall sådan utlåning säkerställas med pant i fast egendom för att få räknas in i tillgångsmassan.

För lån beviljade före det att de nya reglerna trätt i kraft godtas tidigare gjorda värderingar av säkerheterna. Vid låneomsättningar skall ny värdering verkställas endast om låntagaren inte fullgjort sina åtaganden enligt låneavtalet.

Den kanske mest betydelsefulla frågan i övergångshänseende är hur utestående stock av skuldförbindelser skall behandlas. I Danmark valde man att låta bestämmelserna få retroaktiv verkan vilket förde med sig att all den obligationsutgivning som var sådan att den inrymdes under undantagsbetämmelsens rekvisit kom att omfattas. Detta var av speciell betydelse eftersom den danska obligationsmarknaden präglas av bl.a. långa löptider på upp till 30 år.

Ett annat alternativ är att låta endast obligationsutgivning som sker efter det att bestämmelserna trätt i kraft få omfattas av skyddssystemet. Detta medför att relativt lång tid kommer att passera innan systemet omfattar merparten av fastighetsfinansieringen i landet. Det kommer med den varianten att dröja innan systemet får någon nämnvärd genomslagskraft.

Hänsyn bör också tas till de s.k. negativklausuler som förekommer i lånevillkoren vid institutens utgivning av skuldförbindelser.

En negativklausul kan t.ex. ha följande lydelse.

"Ingen säkerhet ställs för lånet. Institutet förbinder sig därför att, så länge någon obligation är utestående, inte självt ställa, eller låta annan - vare sig i form av ansvarsförbindelse eller eljest - ställa, säkerhet för annat lån som upptagits eller kan komma att upptas av institutet, utan att först tillse att obligationerna säkerställs på samma villkor. Institutet förbinder sig dessutom att inte ställa säkerhet för annans lån eller ansvarsförbindelse. Med "annat lån" ovan avses lån som upptagits mot utgivande av obligation, certifikat eller annat värdepapper, vilket är eller kan bli föremål för handel på börs eller annan erkänd marknadsplats."

Negativklausulen, som inleds med att ingen säkerhet ställs för lånet, syftar till att inte försämra obligationsinnehavarens möjligheter till betalning genom att säkerheter ställs för kommande förbindelser från institutets sida.

De negativklausuler som förekommer vållar viss oro bland instututen för det fall en ny typ av skuldförbindelse, förenad med förmånsrätt, skulle börja ges ut.

Det ligger ett naturligt intresse i att den svenska hypoteksmarknaden kan fortsätta att arbeta så friktionsfritt som möjligt. Mot bakgrund av att de nya reglerna inte innefattar någon förändring av de bakomliggande säkerheterna, fastighetsbeståndet, är det rimligt att utestående stock så långt det går får omfattas av de nya reglerna som innebär att ställningen stärks för innehavarna av dessa värdepapper.

Om inte den utestående stocken av skuldförbindelser får omfattas av de nya reglerna kommer volymen att bli för liten för att de nya reglerna inom överskådlig tid skall kunna slå igenom på upplåningsvillkoren. De är också av betydelse att inte regler föreslås som kan riskera utlösning av negativklausulerna med uppsägning av obligationslånen som följd.

Övergångsreglerna bör således utformas på ett så smidigt sätt att övergången till det nya regelsystemet kan ske utan mer kostnadskrävande ingrepp. Av uppgifter från instituten har framgått att det sammantaget bara kan vara fråga om några procent av utåningen som

ligger i säkerhetsläge över 75 procents belåningsgrad. Det bör därför kunna gå relativt snabbt för instituten att anpassa sig till de nya reglerna och avskilja erforderlig tillgångsmassa från sin övriga verksamhet.

Det ligger i institutens eget intresse att så snabbt som möjligt kunna visa placerarna att det kunnat efterkomma reglerna om de nya särskilt säkra skuldförbindelserna.

Som jag berört under avsnitt 4.7 uppkommer övergångsvis ett problem med de lån som, säkerställda med kommunal borgen, beviljats kommunala företag i fastighetsfinansieringssyfte. I överskådlighetens intresse bör systemet inte innehålla ett flertal skilda tillgångsslag. Huvudregeln bör enligt min mening vara att systemet skall vara inriktat på fastighetsfinansiering, och således säkerställt med pant i fast egendom.

Under rådande förhållanden har en inte obetydlig del av hypoteksinstitutens verksamhet varit inriktad på utlåning till kommuner och kommunala företag. Utlåning direkt till kommuner bör för framtiden finansieras i annan form än i den form som här föreslås. Inget hindrar emellertid att utlåning till kommunala företag, i syfte att finansiera fastigheter, kan få omfattas av de nya reglerna. Det bör då vara fråga om verksamhet som bedrivs under samma regelsystem som gäller för övrig här berörd fastighetsfinansiering. Under en övergångsperiod kan emellertid accepteras att det förra säkerhetssystemet fortsätter att gälla. Därmed uppnås, utan någon påvisbar säkerhetsförlust, att systemet kan komma igång under så smidiga former som möjligt.

Ett liknande synsätt gör sig gällande beträffande tidigare förekommande värderingsregler. Om varje låneobjekt som skall ingå i säkerhetsmassan skulle behöva värderas på nytt inför övergången till de nya reglerna, skulle betydande kostnader uppstå utan motsvarande effektivitetsvinster. Vid låneomsättningar skall ny värdering verkställas endast om låntagaren inte fullgjort sina åtaganden enligt låneavtalet.

I syfte att uppnå en så lätthanterlig övergångssituation som möjligt kan det godtas att tidigare gjorda värderingar av underliggande säkerheter ligger till grund för bedömning av tillgångsmassans värde då de nya reglerna träder i kraft. Då nybelåning sker skall vid behov

ny värdering av berört låneobjekt göras. Sådant behov får anses föreligga i de fall då det kan vara oklart om det sammanlagda lånebeloppet som kommer att belasta den fastighet det är fråga om ligger inom angiven belåningsgrad.

5 Lagstiftningsfrågor

I detta kapitel skall i korthet beröras de frågeställningar som handlar om ingrepp i lagstiftningen som behövs för att anpassa svensk rätt till även den undantagsregel som här avses. De överväganden som lett fram till mina förslag rörande författningsändringar har i allt väsentligt behandlats under kapitel 4. Kommentarer till författningstexten ges i kapitel 6.

5.1 Undantagsregeln i artikel 22 punkt 4 i tredje livförsäkringsdirektivet införlivas i svensk rätt.

Mitt förslag: Jag föreslår att det i svensk rätt införs bestämmelser som gör det möjligt för svenska företag som bedriver verksamhet enligt lagen om finansieringsverksamhet att ge ut sådana skuldförbindelser som avses i bl.a. tredje livförsäkringsdirektivets artikel 22 punkt 4.

I det direktiv som gäller för mitt utredningsuppdrag ingår som den huvudsakliga uppgiften att, som direktivtexten uttrycker saken, överväga om kreditmarknadsbolag med viss specificerad verksamhet, t.ex. utlåning mot mycket god säkerhet i fast egendom, bör få möjlighet att tillämpa särskilda lagfästa regler om förstärkt offentlig

tillsyn och om förmånsrätt vid konkurs för innehavare av institutets skuldförbindelser.

Som angivits under avsnitt 1 har i skilda lagstiftningsärenden berörts frågan om det i Sverige skall införas bestämmelser som gör det möjligt att ge ut den typ av skuldförbindelser som avses i bl.a. tredje livförsäkringsdirektivets artikel 22 punkt 4.

Olika angreppssätt har valts i lagstiftningsarbetet. I lagen (1990:1114) om värdepappersfonder har en i princip motsvarande undantagsbestämmelse införts i lagens 19 §, men i förarbetena konstateras att bestämmelsen inte är tillämplig på skuldförbindelser utgivna av svenska kreditinstitut eftersom de, dvs. instituten, inte uppfyller undantagsregelns rekvisit. Om lagstiftaren skall genomföra de förslag jag lämnar i detta betänkande finns anledning att på nytt överväga den närmare utformningen av 19 § i lagen om värdepappersfonder.

Vid genomförandet av tredje livförsäkringsdirektivet befanns det inte vara möjligt att införa undantagsregeln eftersom det i Sverige inte existerade några institut som uppfyllde de rekvisit direktivet angav. Det aviserades att frågan skulle komma att utredas närmare.

Att någon särreglering av hypoteksinstituten inte genomförts hänger samman med samordningen av finansbolagslagen och kreditaktiebolagslagen till den gemensamma kreditmarknadsbolagslagen. EG-direktiven förutsätter inte heller någon särreglering av vissa institut.

Det förtjänar att framhållas att direktiven istället anger en särskild typ av skuldförbindelse, nämligen en som är utgivenav en emittent som står under särskild offentlig tillsyn och att innehavare av en av sådan emittent utgiven skuldförbindelse är förmånsberättigad vid utgivarens betalningsoförmåga.

Placeringsaspekten har kommit att bli vägledande för bedömningen av vilka egenskaper som obligationen/skuldförbindelsen bör vara förenad med för att anses vara "särskilt säker" och därmed godtagbar för placeringar i en omfattning som annars inte vore tillåten för de företag som står under det särskilda regelsystemsom gäller för t.ex. försäkringsbolag.

Vid övervägande av om det finns tillräckliga skäl att genomföra en fullständigare anpassning till EG:s regelverk än som tidigare varit möjlig bör situationen på både den svenska och den internationella hypoteksmarknaden beaktas. Jag har berört dessa frågor under kapitel 2 och 3.

I ett europeiskt perspektiv är det för svenska förhållanden angeläget att vi utnyttjar möjligheterna för anpassning till de för medlemsländerna gällande regelverket. Därmed kan i möjligaste mån åstadkommas en så väl fungerande svensk fastighetsfinansieringssektor som omständigheterna medger.

Effektivitet för instituten och förmånliga villkor för låntagarna kombinerad med fullgoda säkerheter för investerarna är eftersträvansvärda omständigheter för en optimal fastighetsfinansiering.

Efter den genomgång jag gjort ovan, baserad på vad som anförts under kapitel 2 - 4, är min slutsats den att regler som gör det möjligt för svenska institut i vars verksamhet fastighetsfinansiering ingår att emittera skuldförbindelser som är sådana att de uppfyller de rekvisit som EG-direktiven anger bör införlivas i svensk rätt.

Detta föranleder förslag till ändringar i lagen om finansieringsverksamhet, försäkringsrörelselagen och förmånsrättslagen.

5.2 Behov av ändringar i lagen om finansieringsverksamhet

Närmare överväganden kring mina förslag om ändringar i lagen om finansieringsverksamhet framgår av kapitel 4. Här berörs således företrädesvis de lagstiftningstekniska detaljerna.

Till en början bör i lagens kapitel 3 om rörelseregler föras in en ny underrubrik som förslagsvis lyder "särskilda regler för vissa kreditmarknadsföretag". Därigenom markeras att reglerna har karaktär av specialregler med visst syfte, i detta fall att undantagsregelns krav på viss lagreglering skall vara uppfyllt.

De nya paragraferna syftar således till att det av lag skall framgå att de institut som ger ut skuldförbindelser av det slag det nu är fråga om skall stå under särskild offentlig tillsyn och att belopp från utgivningen av skuldförbindelserna skall investeras i tillgångar av sådant slag att förmånsrätt gäller i tillgångsmassan om institutet skulle hamna i en obeståndssituation. Detta är de båda rekvistit som anges i direktivtexten.

Det skall av lagtexten framgå att ett kreditmarknadsföretag, i vars verksamhet ingår att lämna kredit mot panträtt i fast egendom, får, efter tillstånd från Finansinspektionen, ge ut skuldförbindelser som är förenade med särskild förmånsrätt. Vidare bör lagtexten ange att den särskilda förmånsrätten gäller för fordringar avseende kapital och upplupen ränta i den egendom som företaget med stöd av särskilt upprättat register håller avskild från sin övriga verksamhet.

Vidare bör säkerheten i systemet regleras. Det måste föreligga balans mellan specialdestinerade tillgångar och förmånsberättigade skuldförbindelser. Företaget skall vara skyldigt att investera medlen från utgivningen av skuldförbindelser i tillgångar och säkerheter i sådan omfattning att värdet därav fortlöpande motsvarar minst värdet på de fordringar som kan framställas mot bolaget med stöd av de utgivna skuldförbindelserna.

Skyldigheten för företaget att hålla register över de tillgångar och säkerheter som är avsedda att täcka fordringar som kan framställas med stöd av innehav av ifrågavarande skuldförbindelser är betydelsefull. Det skall fortlöpande vara möjligt för företaget liksom för tillsynsmyndigheten att kontrollera att tillräckliga tillgångar och säkerheter är upptagna i det register som skall ange vad som svarar mot obligationsutgivningen.

I de nya bestämmelserna bör anges att medel som härrör från utgivna skuldförbindelser skall användas för lämnande av kredit mot panträtt i fast egendom. Ett sådant stadgande medför att det inte blir möjligt för andra företag att ge ut den speciella typ av skuldförbindelser det är fråga om här. Ett institut som har större tillgångsmassa reserverad i det för ändamålet avsedda registret är emellertid inte av denna lydelse förhindrad att ge ut ytterligare förmånsberättigade skuldförbindelser. Sådant institut har ju redan uppfyllt kravet att hålla

erforderliga tillgångar och säkerheter reserverade för berättigade krav från innehavarna av skuldförbindelser.

Bestämmelser om de övre belåningsgränser som får tillämpas för bostadsfastigheter respektive kommersiella fastigheter och jordbruksfastigheter är också nödvändiga för att styra systemet. Som betonats ovan är här fråga om övre gränser som behövs för att den egendom som skall kunna vara tillgänglig för förmånsberättigade fordringsägare med lätthet skall kunna urskiljas. Detta har betydelse för systemets trovärdighet.

Föreskrifter om hur marknadsvärdet skall fastställas skall meddelas av Finansinspektionen. Kvaliteten på värderingen av de tillgångar och säkerheter över vilka register förs har betydelse för hur "säkert" systemet är.

För att de angivna rekvisiten skall vara uppfyllda behövs kontroll som kan verkställas genom ett tillståndförfarande. Det är därför nödvändigt att företag som avser att ge ut särskilt säkra skuldförbindelser ansöker om tillstånd för detta hos Finansinspektionen. Till ansökan skall fogas en redogörelse för att institutet uppfyller de krav som framgår av lag och Finansinspektionens föreskrifter för verksamheten. Det blir härigenom först när institutet gör bedömningen att det uppfyller kraven som de nya reglerna aktualiseras, och förmånsrätten kommer inte att vara ikraft förrän efter det att erforderligt tillstånd lämnats av inspektionen.

Tillsynsfrågorna är redan i allt väsentligt reglerade under lagens om finansieringsverksamhet kapitel 5 om tillsyn. Som anmärkts ovan måste det emellertid vara fråga om offentlig tillsyn som framgår av lag, inte bara den som kreditmarknadsföretag redan är underkastade. Tillsynen skall ske i syfte att skydda innehavarna av skuldförbindelser för det fall att institutet hamnar i en obeståndssituation. Det är således tillsyn av att de nya reglerna, vars syfte bl.a. är att skydda innehavarna av skuldförbindelserna, följs som blir det nya inslaget i tillsynsverksamheten.

Den förteckning över kreditmarknadsföretagen som inspektionen skall föra enligt 5 kap. 1 § bör särskilt ange vilka företag som har tillstånd att ge ut de särskilda skuldförbindelser som här avses.

Tillsynsaspekten behöver således inte bli alltför betungande eftersom den inte innehåller särskilt mycket nytt. Det är främst i samband med tillståndsförfarandet och för kontroll att registerföringen är korrekt som insatser behöver göras. Tillsynen i övrigt får främst ta sikte på att de nya reglerna efterföljs.

Finansinspektionens beslut i ett tillståndsärende bör kunna överklagas på samma sätt som andra tilståndsbeslut enligt lagen, dvs. till kammarrätten. Av 6 kap. 1 § tredje stycket framgår att andra beslut som inspektionen meddelar enligt lagen om finansieringsverksamhet får överklagas hos länsrätten.

Det bör markeras att företaget, för att reglerna om förmånsrätt skall kunna tillämpas, måste visa att det har ekonomisk styrka som är tillräcklig för att möta eventuella krav från övriga fodringsägare, dvs. de vars fordringar inte kommer att ha förmånsrätt. Eftersom detta är ett problem av mer tillfällig karaktär, bör bestämmelser i detta avseende tas i under övergångsbestämmelserna.

5.3 Ändringar i försäkringsrörelselagen

Mitt förslag: I försäkringsrörelselagen införs en ny placeringsregel som medger berörda företag att placera upp till 40 procent av sina tekniska avsättningar i skuldförbindelser av det slag som anges i det nya reglerna i lagen om finansieringsverksamhet.

För att undantagsregeln skall vara tillämplig fordras att det blir möjligt för placerare att utnyttja den om behov av det kan anses föreligga. Ett tillägg måste därför göras i 7 kap. 10 c § försäkringsrörelselagen. I den paragrafen har övriga i tredje livförsäkringsdirektivet artikel 22 angivna placeringsregler införts. Nu erfordras att i paragrafens första stycke införs en ny punkt 5 med angivande av den övre gräns i procent som skall gälla för placeringar i skuldförbindelser utgivna med stöd av de nya bestämmelserna i lagen om finansieringsverksamhet.

Undantagsregeln anger 40 procent som övre gräns men det står medlemsländerna fritt att sätta gränsen lägre om detta befinns vara ändamålsenligt. Några skäl att frångå den gräns som angetts i EG-direktivet har inte framkommit.

Något ytterligare bör sägas om valet av placeringsgräns. I den tidigare utredning som behandlat placeringsgränserna har bedömningen gjorts att det inte står i överensstämmelse med en väldiversifierad placeringsportfölj att ha så mycket som 40 procent av de tekniska avsättningarna placerade i ett enhandsengagemang. Det är inte antagligt att ett institut, grundat på egna bedömningar, skulle ha för avsikt att göra en sådan placering. Frågan är om lagstiftaren har anledning att göra en annan bedömning än den som gjorts vid utformningen av EG-direktiven. Om de institut som ger ut särskilt säkra skuldförbindelser enligt lag har de skyldigheter som anges i direktiven så bör det inte vara förenat med någon ytterligare risk om placering sker i skuldförbindelser utgivna av sådant institut.

Den föreslagna ändringen innebär att svenska försäkringsbolag får möjlighet att vid behov kunna hålla mer koncentrerade obligationsportföljer för skuldtäckningsändamål. En sådan ökad handlingsfrihet i placeringspolitiken kan ha betydelse på marknaden men effekterna skall inte överdrivas. Riskspridningstänkandet är väl förankrat inom försäkringssektorn och försäkringsrörelselagen innehåller bestämmelser av mer allmänt slag som reglerar hur de tillgångar som används för skuldtäckning skall placeras.

Av 7 kap. 9 a § försäkringsrörelselagen framgår att dessa tillgångar skall placeras så att lämplig riskspridning uppnås. Tillgångarna skall, med beaktande av bolagets försäkringsåtaganden och förändringar i tillgångarnas framtida värde och avkastning, placeras så att bolagens betalningsberedskap är tillfredsställande och den förväntade avkastningen tillräcklig.

De grundläggande principer om lämplig matchning och diversifiering som angetts gäller oberoende av de detaljerade gränsvärden för spridning av placeringarna respektive enhandsengagemang som också återfinns i försäkringsrörelselagen. Även efter en lättnad i ett enskilt gränsvärde är respektive bolag skyldigt att utforma sin placeringspolitik utifrån dessa riktlinjer. Särskilda ställningstaganden

inför olika placeringsalternativ fordras på styrelsenivå och obligationsplaceringarna blir därefter föremål för både bolagsintern kontroll och offentlig tillsyn.

5.4 Ändringar i förmånsrättslagen

Mitt förslag: För ifrågavarande skuldförbindelser skall förmånsrätt gälla i den egenom och i den omfattning som framgår av de nya reglerna i lagen om finansieringsverksamhet.

Det avgörande rekvisitet för att undantagsregeln skall vara tillämplig är att innehavarna av de särskilda skuldförbindelserna är berättigade till prioriterad återbetalning vid institutets obestånd. Som anges i direktivet skall institutet investera medel från utgivningen av skuldförbindelser i tillgångar som under skuldförbindelsernas hela giltighetstid täcker fordringar avseende kapital och ränta härrörande från innehavet av skuldförbindelserna. Detta är den s.k. balansprincipen. Under förutsättning att tillgångsmassan är rätt värderad kommer således förmånsrätten att medföra säkerställd betalning för de berättigade krav avseende kapital och upplupen ränta som innehavarna av de särskilda skuldförbindelserna har.

Den bestämmelse som behövs i detta avseende bör föras in i förmånsrättslagen som en ny paragraf direkt efter den förmånsrätt som följer med pant i fast egendom. Därmed markeras också kopplingen till att medel som härrör från utgivningen av skuldförbindelser skall investeras i tillgångar, i praktiken utlåning säkerställd med pant i fast egendom, som täcker fordringarna.

Förmånsrätten skall gälla i den egendom och i den omfattning som framgår av den nya reglerna i lagen om finansieringsverksamhet. Det är således i de nya reglerna i lagen om finansieringsverksamhet som precisering sker av de ytterligare rekvisit som undantagsregeln anger.

Avslutningsvis bör en fråga som hör samman med säkerheternas funktion beröras. Under institutets fortlöpande verksamhet kan det ligga i dess intresse att hålla ett överskott registrerat i det register över tillgångar som skall svara mot eventuella krav från innehavarna av skuldförbindelser. Ett sådant förfarande kan framstå som attraktivt för både placerare och ratinginstitut. En buffert av detta slag skulle även i tider av prisfluktuationer nedåt kunna trygga kraven från innehavarna av skuldförbindelser. Det bör här betonas att om tillgångsmassan bestämts för högt, dvs. att alla förmånsberättigade fordringsägare får betalt i konkursen ur den registrerade egendomen, så skall återstoden tillföras konkursboet i övrigt och därigenom komma att delas ut bland övriga fordringsägare. Därigenom kommer inte dessa att missgynnas av att institutet från tid till annan önskar hålla en förstärkt beredskap gentemot de förmånsberättigade kraven. En i praktiken verklig försämring inträder enbart i de situationer då värdet på ingående säkerheter faller och institutet inte följer föreskrifterna om rätt värdering av tillgångsmassan.

6 Författningskommentarer

6.1 Förslag till lag om ändring i lagen (1992:1610) om finansieringsverksamhet

3 kap.

För överskådlighetens skull bör de nya reglerna avseende utgivning av skuldförbindelser av det slag det är fråga om föregås av en ny rubrik som avskiljer reglerna från övriga regler om tillåten verksamhet angivna i kapitel 3. Den nya rubriken bör därför föras in efter 3 kap. 10 §.

11 §

I paragrafens *första stycke* anges att ett kreditmarknadsföretag, i vars verksamhet ingår att lämna kredit mot panträtt i fast egendom, får, efter tillstånd från Finansinspektionen enligt 3 kap 15 §, ge ut skuldförbindelser som är förenade med särskild förmånsrätt vid kreditmarknadsföretagets betalningsoförmåga.

Genom denna lydelse markeras att det är endast sådana företag som erhållit inspektionens tillstånd enligt 1 kap. 2 §, och i vars verksamhet ingår att lämna kredit mot pant i fast egendom, som kan komma ifråga för tillstånd att ge ut den nya sortens skuldförbindelser.

I paragrafens *andra stycke* anges i vilken omfattning och i vilken egendom som den särskilda förmånsrätten skall gälla. Förmånsrätten skall således innefatta fordringar avseende kapital och upplupen ränta

som härrör från innehavet av skuldförbindelserna. Som framgår av 12 § har kreditmarknadsföretaget skyldighet att hålla viss egendom avskild från sin övriga verksamhet. Vilken egendom det är fråga om skall framgå av ett särskilt register som institutet måste föra. Det är i den egendomen som förmånsrätten gäller.

Enligt den s.k. balansprincipen, som också framgår av 12 §, skall tillgångarna fortlöpande motsvara de företagets skulder som är hänförliga till utgivningen av skuldförbindelser enligt förevarande paragraf. Under förutsättning av att tillgångarna är korrekt värderade kommer således innehavarna av skuldförbindelserna att, även i en obeståndssituation, kunna erhålla full betalning för sina fordringar.

Om det i en konkurssituation visar sig att kreditmarknadsföretaget avskilt tillgångar i en utsträckning som överstiger de fordringar som kan framställas med anledning av innehavet av skuldförbindelser, skall överskottet återföras till konkursboet. Förhåller det sig istället så att avsedda tillgångar inte räcker till täckande av kraven från innehavarna av skuldförbindelser, får överskjutande del beräknad i förhållande till storleken på var och ens fordran, behandlas som en oprioriterad fordran i kreditmarknadsföretagets konkurs.

12 §

I paragrafen anges den s.k. balansprincipen. Det åligger ett kreditmarknadsföretag som skall ge ut skuldförbindelser av det slag det nu är fråga om att från sin övriga verksamhet hålla avskilt tillgångar och däremot svarande säkerheter i en omfattning som fortlöpande motsvarar de fordringar avseende kapital och upplupen ränta som kan framställas mot institutet på grund av utgivna skuldförbindelser enligt 11 §.

För att uppnå en så smidig hantering som möjligt i samband med låneomsättningar och förfall för tidigare utfärdade skuldförbindelser, bör det vara möjligt för berörda företag att bland tillgångsmassan få räkna in även annat än fordringar säkerställda med pant i fast egendom. Andra tillgångsslag bör emellertid vara av kortfristig karaktär. Statspapper och tillgodohavande i bank bör kunna få

användas bland de tillgångar som är avskilda till tryggande av fordringar från skuldförbindelseinnehavarna. Detta bör dock förekomma huvudsakligen för överbrygga tillfälliga behov och som ett komplement till övrig tillgångsmassa.

13 §

I paragrafen anges att kreditmarknadsföretaget är skyldigt att föra ett register över de tillgångar och säkerheter som hålls avskilda enligt 12 §. Eftersom instituten tillåts att även hålla andra tillgångar än sådana som är säkerställda med pant i fast egendom avskilda till tryggande av krav från innehavarna av skuldförbindelser, måste registret utformas på ett överskådligt sätt med angivande av tillgångsslagen var för sig.

Av registret skall även de värden som åsatts tillgångarna och säkerheterna framgå. Det skall alltså vara möjligt att kontinuerligt kontrollera att dessa värden skall således motsvarar minst värdet av de förmånsberättigade krav som innehavarna av skuldförbindelser kan framställa.

14 §

Av paragrafens *första stycke* framgår att det är endast för fastighetsfinansiering som reglerna är tillämpliga. Medel som härrör från denna typ av utgivning av skuldförbindelser skall användas för lämnande av kredit mot säkerhet i pant i fast egendom.

I *andra stycket* anges belåningsgraderna. Bostadsfastigheter får i princip inte belånas högre än till 75 procent, och kommersiella fastigheter och jordbruksfastigheter till 60 procent av låneobjektets marknadsvärde. Sättet för fastställande av rätt marknadsvärde skall framgå av de föreskrifter som Finansinspektionen ger ut.

Det måste därvid framhållas att fråga är om högsta belåningsgrad, inget hindrar institutet från att vara försiktigare. De avvikelser som kan komma ifråga hänger främst samman med att systemet skall träda

i kraft, men det är också fråga om regler som skall vara fortsatt gällande.

Lån för vilka statlig garanti ställts skall också vara säkerställda med pant i den belånade fasta egendomen. Förekommer statlig garanti som tillkommande säkerhet föreligger inte något hinder mot att angivna belåningsgrader överskrids. Detta förhållande behöver inte framgå av lag utan blir en följd av den statliga garantins funktion.

För att erhålla ett fungerande system erfordras bl.a. att det övergångsvis är möjligt att acceptera redan gjorda värderingar av belånade fastigheter. Detta innebär bl.a. att fastigheter belånade med säkerhet i kommunal borgen får tills vidare accepteras som säkerhet för utgivna skuldförbindelser. I samband med att dessa lån omsätts eller att fastigheterna är föremål för ny belåning skall emellertid krävas att de kommunala bolagen ställer pant i fast egendom för belåningen.

För klarhets vinnande skall även här framhållas att utlåning direkt till kommuner inte omfattas av denna typ av obligationsutgivning. Detta innefattar givetvis inte något ställningstagande till den säkerhet som är förenad med utlåning till kommuner. Det är i stället fråga om att renodla de säkerheter som får ligga till grund för den förmånsrätt som skall vara förenad med de nya skuldförbindelserna. Detta bidrar till att göra regelsystemet i denna del lättare att överblicka, vilket kan vara till fördel i t.ex. ratingsammanhang.

I paragrafens *tredje stycke* anges att Finansinspektionen får meddela närmare föreskrifter om hur marknadsvärdet skall fastställas. Det är rimligt att inspektionen därvid utgår från de föreskrifter och allmänna råd som redan utfärdats för bestämning av verkligt värde för fastigheter. Detta är ett område inom vilket inspektionen får räkna med att i någon mån behöva avsätta ytterligare resurser, främst i samband med tillståndsförfarandet.

De nya reglernas effektivitet beror på så riktig värdering av låneobjekten som möjligt. Det är således av betydelse att värderingsreglerna fungerar och efterlevs. Instituten har anledning att tillämpa värderingsreglerna med sedvanliga krav på försiktighet.

15 §

Av paragrafens *första stycke* framgår att ett kreditmarknadsföretag som skall ge ut skuldförbindelser i enlighet med de nya bestämmelserna skall ansöka om tillstånd hos Finansinspektionen. Ansökningsförfarandet syftar till att säkerställa att företaget uppfyller de krav som ställs. I sak blir det således fråga om ett dubbelt tillstånd, företaget har ju redan erhållit tillstånd att bedriva finansieringsverksamhet. Därav följer att det av den bolagsordning som godkänts framgår att beviljande av kredit mot pant i fast egendom ingår som en av institutets verksamhetsgrenar. För att den nya ansökan skall kunna godkännas måste också av bolagsordningen framgå att utgivande av skuldförbindelser i enlighet med de nya reglerna ingår bland den för bolaget tillåtna verksamheten.

Av *andra stycket* framgår att till ansökan skall fogas redogörelse för på vilket sätt företaget uppfyller de nya kraven i lagstiftning och föreskrifter. Detta inbegriper självfallet en redovisning av att det vid ansökningstillfället föreligger balans mellan tillgångar i form av fordringar säkerställda med pant i fast egendom och av företaget utfärdade skuldförbindelser vilka avses vara förenade med förmånsrätt, och på vilket sätt denna balans skall upprätthållas i den fortsatta driften.

Genom ställande av detta krav fordras inte några särskilda övergångsregler i tid. När institutet uppfyller bestämmelserna kan det också ansöka om tillstånd att ge ut skuldförbindelser med förmånsrätt enligt de nya reglerna.

Av paragrafens *tredje stycke* framgår att den förmånsrätt som skall gälla för innehavarna av skuldförbindelserna träder i kraft först efter det att inspektionen lämnat erforderligt tillstånd.

5 kap.
1 §

I paragrafens *tredje stycke* görs ett tillägg som innebär att den förteckning över kreditmarknadsföretagen som inspektionen är

skyldig att föra skall särskilt framgå vilka kreditmarknadsföretag som har inspektionens tillstånd enligt 3 kap. 15 §.

6 kap.
1 §

Av ändring i paragrafens *andra stycke* framgår att beslut som inspektionen fattar i tillståndsfrågor skall, på motsvarande sätt som gäller för liknande tillståndsbeslut från inspektionen, kunna överklagas till kamarrätten. Därigenom omfattas även nya beslut som inspektionen kan komma att fatta med stöd av bestämmelsen i 3 kap. 15 §.

Paragrafens *andra stycke* behöver inte ändras eftersom det därav redan framgår att andra beslut som inspektionen meddelar enligt lagen får överklagas hos länsrätten.

Övergångsfrågor

I första punkten föreslås att lagen skall träda i kraft den 1 januari 1999.

I andra punkten regleras två betydelsefulla frågor.

För det första blir det möjligt för institut att föra över utestående stock av skuldförbindelser till det nya systemet. Förutsättningen är emellertid att institutet i samband med ansökningsförfarandet kan visa att man i för ändamålet avsett register håller tillräcklig tillgångsmassa avskild från sin övriga verksamhet.

För det andra måste institutet, om det vill föra över utestående skuldförbindelser till att gälla med förmånsrätt, till ansökan om tillstånd foga förklaring av på vilket sätt institutet kan tillmötesgå berättigade krav från borgenärer vars fordran mot institutet inte kommer att kunna göras gällande med förmånsrätt.

6.2 Förslag till lag om ändring i förmånsrättslagen (1970:979)

I förmånsrättslagen införs en ny paragraf, 6 a, för att undantagsregelns rekvisit om prioriterad återbetalning skall vara uppfyllt. Av paragrafen framgår att förmånsrätt följer med fordran som innehavare av skuldförbindelse har hos kreditmarknadsföretag i den egendom och i den omfattning som framgår av de bestämmelser som i detta avseende anges i lagen om finansieringsverksamhet.

Förmånsrätten kommer emellertid inte att kunna börja gälla förrän efter det att Finansinspektionen meddelat erforderligt tillstånd.

6.3 Förslag till lag om ändring i försäkringsrörelselagen (1982:713)

I lagens 7 kap. 10 c § införs undantagsregelns placeringsbestämmelse som en ny femte punkt. Därigenom blir det möjligt för försäkringsbolag att placera upp till 40 procent av de tekniska avsättningarna i placeringar hos ett och samma kreditmarknadsföretag som ger ut skuldförbindelser enligt de nya reglerna.

Genom ett tillägg i punkt 3 framgår att det sammanlagda innehavet av sådana tillgångar som där avses eller av placeringar enligt den nya punkt 5 får uppgå till högst 40 procent av det belopp som skall skuldtäckas.

7 Ekonomiska konsekvenser

Som framgått av de allmänna överväganden i kapitel 4 har mitt mål för utredningsarbetet varit att anpassa kreditmarknadsbolagslagens bestämmelser till den aktuella utvecklingen på hypoteksobligationsmarknaden. Utvecklingen präglas numera av stark konkurrens och av ökad internationalisering, inte minst genom harmoniseringen inom EU och fullbordandet av den gemensamma inre marknaden. Det är naturligt att spelregler och konkurrensförutsättningar på finansmarknaderna omprövas och förändras under en sådan process.

Jag har mot denna bakgrund anfört flera skäl varför EG-direktivens undantagsbestämmelser för vissa särskilt säkra hypoteksobligationer nu bör införlivas i den svenska lagstiftningen. En reglering baserad på EG-direktivens principer skulle bl.a. förenkla genomlysningen av hypoteksinstitutens obligationsstockar och tydliggöra de grundläggande villkor och säkerheter som gäller för obligationsköparna. Anpassningen kan i allt väsentligt kan bygga på de restriktioner och begränsningsregler för kreditgivning och säkerheter som för närvarande återfinns i hypoteksinstitutens egna bolagsordningar. Högre standardkrav i lagen om finansieringsverksamhet öppnar också för en lättnad i försäkringsrörelselagens gräns för försäkringsbolagens enhandsengagemang mot enskilda hypoteksobligationsemittenter.

Jag har härvid understrukit vikten av flexibilitet och valfrihet i den lösning som väljs. Det finns fördelar att vinna om man vid den rättsliga regleringen kan välja ett angreppsätt baserat på funktionalitet, där nya möjligheter att emittera obligationer öppnas för en bred krets av kreditinstitut. Även de ekonomiska konsekvenserna blir

lättare att överblicka med mitt förslag än om man skulle välja en snävare institutionell lösning.

De strukturella effekterna av förslaget avgränsas främst till att gälla vissa delar av hypoteksinstitutens nuvarande låneportföljer, som inte kan finansieras med hjälp av särskilt säkra skuldförbindelser. Det är dels fråga om tillgångar som inte är kopplade till några bakomliggande pantbrev i fast egendom, dels tillgångar som har karaktären av "topplån" i bostadsfinansieringssystemet. Andra instrument än särskilt säkra hypoteksobligationer måste efter genomförd reform utnyttjas vid finansieringen av dessa delar av låneportföljerna.

Hypoteksinstituten (bostadsinstituten) redovisade vid utgången av 1996 en total utlåning till allmänheten på 1 012 mdr kronor. Efter kontakter med några av instituten har jag uppskattat att minst 750 mdr av dessa krediter får anses vara tillgångar väl skickade att ingå i det nya systemet. För denna del, dvs. ca. 75 procent av sektorns samlade kreditportfölj, kan instituten redovisa bakomliggande pantbrev i fast egendom inom 75 procent av marknadsvärdet för bostäder och inom 60 procent för kommersiella fastigheter och jordbruksfastigheter.

Den överskjutande delen utgörs till stor del av lån mot kommunal borgen. Beloppsmässigt var fråga om en stock på närmare 150 mdr kronor vid senaste årsskifte där det endast i begränsad omfattning finns pantsäkerheter att tillgå vid sidan av kommunernas borgensförbindelser. Resterande överskjutande delar, enligt min beräkning ytterligare ca. 100 mdr kronor, kan fördelas enligt följande: direkta kommunlån, 15 mdr, belåning av privata bostadsrätter, knappt 30 mdr, samt lån över belåningsgränserna 75 respektive 60 procent, uppskattningsvis 50 mdr kronor.

När det gäller finansieringen av de kommunalt ägda bostäderna och lokalerna har jag har i de övergångsbestämmelser som redovisats i avsnitt 4.9 förslagit att kravet på att ta ut inteckningssäkerheter i respektive fastigheter successivt skall få genomslag, i den takt som lånen omsätts eller förfaller till betalning. Därmed får såväl de kommunala bostadsföretagen som bostadsinstituten en rimlig tid för anpassning, antingen av säkerhetsarrangemangen (genom uttag av

pantbrev) eller av själva finansieringssättet (upplåningen arrangeras med andra instrument än särskilt säkra hypoteksobligationer).

På detta sätt kan merparten av hypoteksinstitutens befintliga tillgångsmassa accepteras som säkerheter i samband med en omläggning. I praktiken bedömer jag att hela den utestående stocken emitterade obligationer och andra långfristiga värdepapper, närmare 800 mdr, skall kunna konverteras in i det nya finansieringssystemet för att där skuldtäckas på ett betryggande sätt. Till väsentlig del bör samma förhållande också kunna gälla för den kortfristiga certifikatstocken. Detta garanterar en smidig och säker omställningsprocess och att den efterföljande finansieringen på penning- och obligationsmarknaden kan arrangeras till lägsta möjliga kostnader för berörda hypoteksinstitut.

Flera skäl talar för att avkastningskraven för de särskilt säkra obligationerna och skuldförbindelserna blir gynnsamma när dessa introduceras. Jag har redan nämnt de säkerhetsarrangemang som dels omfattar avlyft ur de befintliga portföljerna av vissa typer av lån, dels omfattar introduktion av förmånsrätt för obligationsköparna. Jag ser vidare goda möjligheter att vidareutveckla dagens benchmarksystem på obligationsmarknaden, vilket bygger på omsättning av stora och homogena volymer värdepapper. Slutligen kan reformen komma att påverka institutens kapitaltäckningssituation. Mot bakgrund av den förslagna verksamhetsinriktningen och den höga säkerhetsnivån räknar jag med att hypoteksinstituten, åtminstone i ett längre perspektiv, kan begränsa behovet av eget kapital och planera för lägre kapitaltäckningsgrader än de som redovisats under senare år. Detta har betydelse ur effektivitetssynpunkt, när det gäller att säkra lägsta möjliga upplåningskostnader.

Vissa delar av låneportföljerna får dock inte samfinansieras med hjälp av särskilt säkra obligationer. Vid själva omläggningstillfället är det främst tre kategorier lån som härvid måste lyftas ut. Det gäller de direkta komunreverserna och lånen till privata bostadsrätter, där inteckningssäkerheter saknas. Därtill kommer systemets "topplån", med belåningsgrader som inte kan accepteras. För här nämnda delar, som sammantaget svarar för dryga 10 procent av institutens samlade portföljer, kan något högre finansieringskostnader knappast undvikas.

Obligationsplacerarna får anledning att uppmärksamma de skillnader i risknivåer som kan föreligga (högre kreditrisker, sämre likviditet) och förväntas justera sina avkastningskrav därefter.

Hur stor differentiering av avkastningskraven som blir följen är svårt att uttala sig om i generella termer. Den del av kreditstockarna som berör den kommunala sektorn är t.ex. förhållandevis enhetlig och uppvisar begränsade kreditrisker. Vid all sådan finansieringsverksamhet är det lagfästa kravet på eget kapital mycket litet. En omläggning bör därför kunna genomföras utan att kostnaderna för upplåningen nämnvärt höjs. En initial fördyring p.g.a. avgiftsuttag inträffar dock i de lägen där kommunala bostadsföretag väljer att ta ut inteckningar i sina fastighetsbestånd för att den vägen kunna kvarstå i det nya finansieringssystemet, exempelvis vid ett konverteringstillfälle.

För övriga krediter som måste lyftas ur det nya systemet gör jag bedömningen att finansieringskostnaderna i viss omfattning kommer att öka. Kreditriskerna är där högre än vad som genomsnittligt gäller för dagens portföljer i hypoteksinstituten. Avlyft till andra instituts balansräkningar, till banker eller andra specialiserade kreditinstitut, ser jag som tänkbara förlopp. Ett alternativ för hypoteksinstituten blir att behålla engagemangen kvar i den egna balansräkningen och samtidigt allokera mer eget kapital till de utpekade delarna med högre riskinnehåll. Den högre kapitaltäckningen kan givetvis balansera marknadens avkastningskrav, men slutresultatet blir likväl högre upplåningskostnader för institut och slutkunder.

Mot kostnadsökningarna i här berörda delar av verksamheterna, drygt 10 procent av de totala portföljerna, står å andra sidan kostnadsreduktioner i resterande bestånd, dvs det bestånd som vid omläggningstillfället svarar mot närmare 90 procent av portföljerna. Den samlade nettoeffekten av mitt förslag bedömer jag blir klart positiv. Som framgått av tidigare överväganden kommer fordringar säkerställda med statlig garanti i kombination med pant i respektive belåningsobjekt att inräknas i den säkerhetsmassa som skuldtäcker institutens särskilt säkra obligationer. Därigenom riskerar inte nyproduktionen av bostäder att fördyras genom mitt förslag.

Övergångsvis uppstår högre driftskostnader när hypoteksinstitutens administrativa system skall anpassas till de krav som ställs på

uppföljning och offentlig tillsyn. Särskilda register kommer att krävas för redovisning av skuldtäckningen, dvs. av den löpande matchningen av obligationsstockarnas värde och värdet på motsvarande pool av pantsäkerheter. Hypoteksinstituten förfogar redan i utgångsläget över avancerade system som stöd för låneadministrationen och för den interna kontrollen av portföljerna. Systemkraven kommer att skärpas, men jag bedömer att de högre krav som förslaget innebär kan uppfyllas utan mer betydande driftskostnadsökningar.

Institutens driftskostnader påverkas även av det krav på resurstillskott till Finansinspektionen som jag fört fram i avsnitt 4.8. Detta är en förutsättning för att en högre ambitionsnivå skall kunna förverkligas i den offentliga tillsynen. Jag räknar dock med att ett par extra årsarbetskrafter skall räcka när systemet väl är i full funktion. En något större resursinsats kommer tillfälligt att krävas i anslutning till lagens ikraftträdande, då inspektionen bl.a. har att pröva tillståndsansökningar och kungöra beslut om förmånsrätt. Resurstillskotten finansieras genom högre anslag ur statsbudgeten, men förutsätts bli fullt kostnadstäckta av tillsynsavgifter från berörda hypoteksinstitut.

Några direkta kostnadsökningar för statsbudgeten uppstår inte genom de förslag jag lägger fram. I det sammanhanget vill jag understryka att förslagen inte innehåller några element av subventionering av hypoteksinstuten eller av deras obligationsemissioner. Det finns heller inga inslag av offentliga garantier som skulle kunna leda ett direkt eller indirekt stöd från skattebetalarnas sida. Inriktningen på den rättsliga regleringen har vidare utformats så att förslaget de så långt möjligt skall verka neutralt i förhållande till hypoteksinstitutens nuvarande verksamheter och till rådande konkurrensförhållanden inom sektorn.

Det är därutöver viktigt att förslagen får en konkurrensneutral verkan gentemot andra privata aktörer på kreditmarknaden, kreditinstitut såväl som icke-finansiella företag. Dessa skall inte riskera att få sin finansiering fördyrad eller försvårad vid genomförandet. Jag bedömer riskerna sådana snedvridningar eller kostnadsöverföringar som obefintliga. Till bilden hör att hypoteksinstituten redan i utgångsläget intar en särställning i det finansiella systemet när det gäller bostads- och fastighetsfinansiering. Huvudinriktningen på

långfristig upp- och utlåning mot goda säkerheter gör att instituten i första hand uppträder som konkurrenter till staten i olika upplåningssammanhang.

Den föreslagna lösningen med särskilt säkra obligationer bygger alltså på valfrihet från institutens sida . Den funktionella inriktningen, där regleringen tar sikte på själva upplåningsinstrumenten, ansluter väl till de grundläggande principer om flexibilitet och organisationsfrihet som för närvarande gäller på kreditmarknaden. Jag har vidare framhållit att det nya rättsliga systemet syftar till att ge tydligare signaler till marknaden om hypoteksobligationernas kvalitet och om bakomliggande säkerheter. Visserligen lever hypoteksinstituten redan idag upp till relativt högt ställda krav i dessa avseenden, men vissa avlyft ur portföljerna måste trots allt verkställas och den löpande skuldtäckningen av obligationerna förutsätter särskilda administrativa arrangemang. Anpassningarna torde underlätta de kreditvärderingsprocesser och ratingförfaranden som marknadens aktörer utnyttar vid prissättningen av olika risker. Det nya rättsliga regelsystemet får alltså betydelse för framtida kreditvärderingar, men kan aldrig kan ersätta de mer genomgripande analys- och värderingsprocesser som aktörerna på marknaden själva svarar för. Snarare ser jag att behovet av rating kommer att öka i framtiden.

Enligt min bedömning torde förslagen få störst betydelse för de utländska aktörer som i ökad omfattning önskar placera i svenska hypoteksobligationer. Vidare kommer försäkringsbolagen att få större frihetsgrader vad gäller enhandsexponeringen mot enskilda obligationsemittenter. Sammantaget kommer åtgärderna att påverka den framtida efterfrågan på obligationer på ett positivt sätt. Resultatet blir en bättre balans mellan efterfrågan och utbud på hypoteksobligationer och därmed lägre avkastningskrav på obligationsmarknaden.

De faktorer som påverkar obligationsmarknadens räntor och utvecklingen av olika ränterelationer är dock komplexa. Det är knappast meningsfullt att närmare söka precisera hur en viss omreglering påverkar den sk. bolånespreaden, dvs. ränteskillnaden mellan hypoteksobligationer och jämförbara statspapper. För egen del räknar jag med att förslagen får en positiv effekt på bolånespreaden, men att effekten stannar i intervallet 5-10 räntepunkter. Då hypoteksinstitu-

tens verksamhet är konkurrensutsatt innebär alla förbättringar och effektivitetsvinster som kan säkerställas på upplåningssidan att de slutliga låntagarna kan räkna med något lägre räntor.

Genom att merparten av den utestående obligationsstocken kommer att beröras innebär även en liten nedgång i avkastningskravet på marknaden en "förmögenhetsöverföring" till innehavarna av obligationsbeståndet vid introduktionen av den nya lagstiftningen. Jag anser att detta är en effekt som väl kan accepteras eftersom det är nödvändigt att redan från början låta reformen omfatta hela eller väsentliga delar av den utestående stocken av hypoteksobligationer. Ett stegvist införande av nya rättsliga regler med förmånsrätt för obligationsköparna har jag inte sett som ett realistiskt handlingsalternativ.

Vid en omläggning av finansieringssystemet måste i princip alla fordringsägare tillförsäkras att de har täckning för sina anspråk, även den minoritet som inte får del av arrangemanget med särskild förmånsrätt. I viss utsträckning har t.ex. hypoteksinstituten annan finansiering och andra skulder än de värdepapper som emitterats för allmän omsättning på penning- och obligationsmarknaden. Primärt är det fordringsägarna bakom denna stock av oprioriterade, övriga skulder som riskerar få en försämrad ställning efter genomförd reform. Vid senaste årsskifte redovisade hypoteksinstituten sammantaget 106 mdr kronor i övriga skulder, varav 54 mdr avsåg koncerninterna skulder till närstående banker och andra finansiella institut. Dessa poster kan jämföras med sektorns samlade stock emitterade värdepapper, 900 mdr kronor, dvs. certifikat och obligationer för vilka utgångspunkten är att arrangemanget med förmånsrätt i allt väsentligt kan införas.

En bedömning av huruvida samtliga fordringsägares anspråk är väl täckta eller ej kan i praktiken bara grundas på uppgifter om aktuell finansiell ställning ur hypoteksinstitutens resultat- och balansräkningar. Relationen mellan redovisad kapitalbas och rörelsens tillgångar måste hela tiden vara betryggande. Ser man på det utgångsläge som rådde vid utgången av 1996 så uppgick hypoteksinstitutens samlade egna kapital (inklusive obeskattade reserver och förlagslån) till 71

mdr kronor. Sektorns samlade balansräkning stannade på 1075 mdr kronor. Soliditeten var i det läget alltså 6,6 procent.

Ett vanligare mått på finansiell styrka är att se på institutens överskott på eget kapital i förhållande till den gräns för den lägsta sk. kapitaltäckningsgraden som återfinns i lagen om finansieringsverksamhet. Gränsen 8 procent beräknas enligt lagstiftningen i förhållande till respektive instituts riskvägda tillgångar. Detta kapitaltäckningskrav har under senare år överträffats med allt bredare marginal och kapitaltäckningsgraden uppgick vid ingången till 1997 till 15,8 procent i genomsnitt för sektorn.

Mitt allmänna intryck av hypoteksinstitutens ekonomiska nyckeltal är att dessa överlag framstår som starka. Den finansiella ställningen är sådan att en reform där en bred krets av obligationsköpare får sin ställning stärkt genom införandet av särskild förmånsrätt inte torde äventyra de krav som andra fordringsägare har anledning att ställa på hypoteksinstituten. Mitt förslag innehåller ändå en kontrollstation med hänsyn till de skyddsintressen som rör systemets oprioriterade fordringsägare. Det bör åligga Finansinspektionen att pröva att den finansiella ställningen i det enskilda fallet är tillräcklig stark för att en omläggning av finansieringen verkligen skall kunna genomföras utan risk för skada för det berörda institutets motparter.

Det förtjänar slutligen att framhållas att de vinster med reformen som nämndes ovan inte bara berör låntagarna i instituten och de obligationsinnehavare som vid genomförandet placerat i hypoteksinstitutens olika skuldförbindelser. I den mån boräntespreaden faller kommer detta att återverka positivt också på statens finanser. Räntebidragssystemets statliga subventioner beräknas schablonmässigt på basis av hypoteksinstitutens faktiska upplåningskostnader för 5-åriga obligationer. Varje anpassning av avkastningskravet på denna del av marknaden påverkar alltså även statens finanser.

Kvar står att en minoritet av institutens låntagare troligen möter något högre upplåningskostnader efter genomförd reform, i praktiken ett ytterligare steg mot en differentierad prissättning med hänsyn till de aktuella objektens karaktär och riskinnehåll. I vad mån slutresultatet för de låntagare som berörs av avlyft och ändringar i finansieringssättet verkligen leder till högre låneräntor avgörs dock inte bara av

hur kapitalkrav, upplåningsräntor eller administrativa rutiner ändras. Påverkan av utlåningskonkurrensen mellan hypoteksinstituten och de generella marknadsmekanismerna på kreditmarknaden är minst lika viktiga faktorer.

Om ökad prisdifferentiering blir slutresultatet av denna process återstår att se. Mitt förslag syftar dock till att främja sådan differentiering, vilket i förlängningen leder till högre effektivitet och bättre resursallokering i denna del av det finansiella systemet.

Särskilt yttrande

av *Margareta Kettis*

Allmänt om utredningens förslag

De lagförslag som lämnas i betänkandet följer väl de riktlinjer som dragits upp i utredningens direktiv. Enligt dessa skall en prövning göras av om ett kreditmarknadsbolag med viss specificerad verksamhet skall ges möjlighet att tillämpa vissa lagfästa regler om förstärkt offentlig tillsyn och om förmånsrätt vid konkurs för innehavare av institutets skuldförbindelser. Utredaren skall också bedöma om ett utnyttjande av EG-direktivens särskilda undantagsregler om enhandsengagemang kan underlätta för de svenska bostadsinstituten att avsätta sina obligationer på den svenska marknaden. Direktiven är formulerade så att ett författningsförslag skall lämnas.

Genom direktivens snäva inriktning motverkas en bred och förutsättningslös analys av aktuella problemställningar. Utredningen styrs till en analys av om vissa fördelar kan uppnås med en på förhand angiven reglering och utredningen är bunden av att lämna ett författningsförslag, låt vara att regleringen kan ges en institutionell eller en funktionell inriktning. Med utgångspunkter av detta slag riskerar man att inte uppnå en samhällsekonomiskt effektiv och ändamålsenlig lösning på eventuella problem och marknadsmisslyckanden.

Enligt min mening är de skäl som utredningen anför inte tillräckligt starka för att motivera de lagändringar som föreslås. Reglerande

ingrepp av detta slag bör göras endast om det finns särskilda skyddsintressen att tillvarata eller problem att åtgärda och som marknaden själv inte klarar att hantera. Några sådana förhållanden redovisas inte i betänkandet. Inte heller i utredningsdirektiven uttrycks farhågor för dylika belägenheter.

Det är dessutom osäkert om de föreslagna regeländringarna får avsedd effekt. En lagstiftning av detta slag utgör ingen garanti för att fastighetsägarnas finansieringskostnader sänks eller att obligationsmarknaden blir effektivare med bättre likviditet, lägre marginaler och pressade kapitalkostnader.

Möjligheten för hypoteksinstitut att emittera s.k. särskilt säkra obligationer

I betänkandet föreslås hypoteksinstitut ges möjlighet att emittera s.k. särskilt säkra obligationer. "Säkerheten" i de föreslagna skuldförbindelserna åstadkoms genom att det i lagstiftning införs ett antal särbestämmelser. Dessa innebär i huvudsak att innehavarna av skuldförbindelserna ges särskild förmånsrätt i händelse av konkurs, att det i lag anges maximala belåningsgrader för olika typer av fastigheter och att institut som emitterar ifrågavarande obligationer omfattas av särskild tillsyn ägnad att skydda obligationsinnehavarna.

I denna del syftar förslaget till att skapa hypoteksobligationer med hög säkerhet. Sådana skuldförbindelser kan emellertid åstadkommas utan att det i lagstiftning införs ett antal särbestämmelser. Inom svenska finansiella koncerner kan man redan i dag skapa placeringsalternativ med god säkerhet genom att låta ett visst institut ägna sig åt fastighetsfinansiering, där kraven beträffande belåningsgrad och värdering är höga. Även den osäkerhet om framtida förändringar i verksamhetsinriktning och utlåningspolitik som kan bekymra placerare och ratinginstitut kan hanteras inom ramen för en sådan marknadslösning. Ett enskilt institut kan gentemot sina obligationsinnehavare förbinda sig t.ex. att under obligationernas löptid tillämpa vissa värderingsregler och maximala belåningsgrader.

Sett mot denna bakgrund framstår utredningens förslag som ett onödigt ingripande och krångligt sätt att skapa hypoteksobligationer med god säkerhet. Med en marknadslösning kan innehavarna av skuldförbindelserna visserligen inte ges förmånsrätt i händelse av konkurs. I praktiken torde en sådan förmånsrätt dock ha liten betydelse eftersom fordringsanspråken från övriga fordringsägare som regel är av mindre omfattning.

Det egentliga värdet av den föreslagna lösningen är troligen det faktum att lösningen kommer till uttryck i lag; lagstiftningen ger status åt de institut som kan utnyttja möjligheten att ge ut s.k. särskilt säkra obligationer. Lagstiftarens motiv att införa regler vilkas främsta värde är att ge sådana fördelar synes dock svaga. Det är också svårt att se varför staten genom lagstiftning skall sätta en särskild kvalitetsstämpel på skuldförbindelser emitterade av företag som ägnar sig åt en viss typ av hypoteksverksamhet, men inte på skuldförbindelser utgivna av företag inom andra näringsområden, vilkas obligationer från kreditrisksynpunkt kan bedömas som lika säkra.

En allvarlig invändning mot förslaget är risken för att staten i en obeståndssitutation kan tvingas träda in och ersätta innehavare av "säkra" skuldförbindelser för förluster de annars skulle drabbas av. Den kvalitetsstämpel som de särskilda lagreglerna innebär, och som gör att placerare kan komma att uppfatta värdepapperen som säkrare än vad de i själva verket är, kan göra det svårt för staten att hålla sig utanför i en sådan situation. Särskilt om utredningens förslag om ändrade placeringsregler för försäkringsbolag genomförs har placerare anledning att förvänta sig att det handlar om trygga placeringar. Den föreslagna ändringen av placeringsreglerna innebär en väsentlig avvikelse från normala riskspridningskrav, vilket är en markering om att det måste vara fråga om säkra papper. I betänkandet sägs att den föreslagna åtgärden, främst genom förmånsrätten, tvärtom kan ses som ett uttryck för just det förhållandet att en s.k. implicit statsgaranti inte föreligger. Genom den särbehandling som skuldförbindelserna ges i lagstiftningen lär det dock i praktiken bli svårt för staten att inte träda in och ersätta obligationsinnehavare som annars skulle förlora betydande belopp.

Det kan i sammanhanget tilläggas att den föreslagna lösningen tillämpas i endast ett fåtal EU-länder, främst Danmark och Tyskland, och det är således inte fråga om en anpassning till vad som allmänt gäller inom den europeiska unionen. En övervägande del av fastighetsfinansieringen i Europa sker utan motsvarande lagreglering.

Skuldförbindelsernas säkerhet

Om man från lagstiftarens sida väljer att genom speciella bestämmelser i lag skapa s.k. särskilt säkra skuldförbindelser är det väsentligt att sådana värdepapper svarar upp mot högt ställda säkerhetskrav. De arrangemang som utredningen föreslår för att åstadkomma en s.k. säkerhetsmässig "uppgradering" av hypoteksobligationerna fyller knappast de krav som staten har anledning att ställa i ett sådant sammanhang. I första hand bör de maximala belåningsgraderna sättas lägre än de nu föreslagna. Vidare bör de särskilda risker som är förknippade med en geografiskt begränsad fastighetsfinansiering beaktas.

Bakom utredningens bedömning av maximala belåningsgrader ligger dels allmänna resonemang om prisfluktuationer på olika typer av fastigheter, dels bedömningar av de konsekvenser höga säkerhetskrav skulle kunna få för vissa intressenter på marknaden. Ett skäl till att belåningsgraderna inte satts lägre än de nu föreslagna är att detta skulle kunna medföra strukturella förändringar på bostadsfinansieringsmarknaden, i första hand att instituten skulle tvingas lyfta ut betydande lånestockar ur sina portföljer. Av betydelse i sammanhanget har även varit risken för att fastighetsägarnas kostnader för toppbelåningen ökar. Mot denna bakgrund har säkerhetsaspekterna getts mindre betydelse och i stället överlämnas åt enskilda institut att avgöra om de belåningsgrader som lagts fast i lagstiftningen är för höga för att tillräcklig säkerhet skall uppnås.

Förslaget om ändrade placeringsregler

Den föreslagna ändringen av placeringsreglerna i försäkringsrörelselagen är knappast förenlig med det konsumentskyddsintresse som utgör grunden för särskild lagstiftning på försäkringsområdet och som bl.a. motiverar regler om riskspridning och matchning. Med de föreslagna arrangemangen kan säkerheten i de "guldkantade" obligationerna inte garanteras bli så hög att en höjning från nuvarande enhandsbegränsning på 5 procent (under vissa omständigheter 10 procent) till 40 procent är befogad.

Utredningens argument för att ändra placeringsreglerna är att det kan ifrågasättas om man från lagstiftarens sida har anledning att göra en annan bedömning än den som gjordes vid utformningen av EG-direktiven. Om de institut som ger ut särskilt säkra skuldförbindelser enligt lag har de skyldigheter som anges i direktiven så bör det enligt utredningen inte vara förenat med någon ytterligare risk om placering sker i skuldförbindelser utgivna av sådana institut.

EG-direktiven förutsätter emellertid att EU:s medlemsländer gör egna bedömningar av risker och säkerhetskrav och mot bakgrund härav sätter upp snävare restriktioner om så anses befogat. Trots de procentsatser som anges i EG-direktiven är det således viktigt att en bedömning görs av säkerheten i olika placeringsalternativ, särskilt då införande av en undantagsregel som denna diskuteras. Som utredningen också konstaterar är de rekvisit som skall vara uppfylla för att utrymmet på 40 procent skall komma i fråga allmänt formulerade och preciserar inte närmare tillsynens innehåll, vilka värderingsregler som skall tillämpas eller vilken maximal belåningsgrad som får anses vara tillfyllest för att det skall anses lämpligt att utnyttja utrymmet fullt ut.

Kommittédirektiv

Dir. 1996:42

Särskilda regler för vissa kreditmarknadsbolag

Beslut vid regeringssammanträde den 23 maj 1996

Sammanfattning av uppdraget

En utredare skall överväga om det bör öppnas en möjlighet för kreditmarknadsbolag med viss specificerad verksamhet, t.ex. utlåning mot mycket god säkerhet i fast egendom, att tillämpa särskilda lagfästa regler om förstärkt offentlig tillsyn och om förmånsrätt vid konkurs för innehavare av institutets skuldförbindelser. Utredaren skall även överväga om en sådan reglering bör ges en institutionell eller en funktionell inriktning.

Utredaren skall överväga i vilken utsträckning placeringsregler för svenska finansiella företag bör justeras med hänsyn till att EU:s regler medger mer omfattande placeringar i obligationer om dessa ges ut av sådana kreditinstitut det här är fråga om.

Utredaren skall analysera hur den finansiella sektorns struktur och låntagarnas villkor kan komma att påverkas av nu beskrivna bestämmelser.

Utredaren skall föreslå en rättslig reglering.

Bakgrund

Inledning

Regleringen av de svenska kreditinstitutens verksamhet har genomgått genomgripande förändringar under senare år. Den tekniska utvecklingen på och globaliseringen av de finansiella marknaderna har gjort det nödvändigt att modernisera lagstiftningen. Samtidigt har EG:s regelverk införlivats med svensk rätt. Denna reformering har inneburit ökad konkurrens dels mellan kreditinstitut av olika slag, dels mellan kreditinstitut och andra institut på

den finansiella marknaden. Detta har bidragit till förbättrad marknadseffektivitet genom större tjänsteutbud, bättre prisbildning samt effektivare informationsspridning och finansiell resursallokering.

Fram till slutet av 1980-talet reglerades de olika kategorierna av kreditinstitut av olika lagar. Denna uppdelning var till stor del en konsekvens av institutens särdrag vad gäller associationsform, kapitalanskaffning och specialdestinerad utlåning. På kreditmarknaden verkade - förutom banker och finansbolag - kreditaktiebolag och hypoteksinstitut, s.k. mellanhandsinstitut. Varje mellanhandsinstitut hade en specialiserad verksamhet som för hypoteksinstitutens del framgick av lag och för kreditaktiebolagens del av bolagsordningen.

Legala förändringar

Finansbolagens verksamhet blev föremål för en särskild reglering genom lagen (1980:2) om finansbolag. Lagen ställde inte upp några kvalitativa krav och var tillämplig endast på bankägda finansbolag och på finansbolag med tillgångar motsvarande ett nettovärde om minst tio miljoner kronor. Genom 1988 års finansbolagslag (SFS 1988:606) infördes krav på auktorisation för finansbolag med tillgångar som översteg 50 miljoner kronor. Finansieringsverksamhet som riktade sig mot konsumenter skulle dock alltid kräva tillstånd.

Kreditaktiebolagen hade, enligt lagen (1963:76) om kreditaktiebolag, till ändamål att driva lånerörelse och emittera obligationer eller andra fordringsbevis för allmän omsättning. Lagen var en ramlag - varje kreditaktiebolags specialisering och dess rörelseregler reglerades i bolagsordningen som regeringen skulle godkänna. I bolagsordningarna fanns även regler om upp- och utlåningsverksamhet såsom att lån skulle ges mot betryggande säkerhet, matchningsbestämmelser och upplåningstak. För de bostadsfinansierande instituten (bostadsinstituten) gällde som huvudregel att säkerhet skulle utgöras av panträtt i fast egendom eller tomträtt eller av säkerhet i bostadsrätt.

Kreditmarknadskommittén, som hade i uppdrag att göra en översyn av den svenska kreditmarknadens struktur och att föreslå åtgärder för att modernisera den finansiella lagstiftningen, föreslog bl.a. att finansbolagslagen och kreditaktiebolagslagen skulle ersättas av en ny lag. Kommittén ansåg (SOU 1988:29 s. 464 f.) att lämpligheten av att i lag definiera ett

kreditinstitut med utgångspunkt i kapitalanskaffningen kunde ifrågasättas. På en alltmer avreglerad marknad, menade kommittén, utgör den kreditpolitiska regleringen inte längre något argument för att hålla företagsformerna finansbolag och kreditaktiebolag åtskilda. För att skapa utrymme för effektiv konkurrens och en smidig anpassning till ändrade yttre förhållanden borde man i görligaste mån undvika att dra skarpa legala gränser mellan de olika institutgruppernas verksamhetsområden.

Finansbolagen fick år 1991 rätt att finansiera sig genom upplåning, dvs. att ge ut obligationer och andra fordringsrätter som är avsedda för allmän omsättning. Detta var ett viktigt steg i riktning mot en harmonisering av finansbolagslagen och kreditaktiebolagslagen (prop. 1990/91:154).

I förarbeten till lagen (1992:1612) om kreditmarknadsbolag konstaterades att avskaffandet av förbudet för finansbolag att ge ut löpande skuldebrev innebar att det inte förelåg några formella skillnader mellan de båda företagsformerna och att detta talade för införandet av en gemensam lagstiftning (prop. 1992/93:89 s. 149). Ett annat skäl var att ett antal EG-direktiv som reglerade kreditinstitut skulle införlivas i svensk rätt i samband med EES-avtalet. Det kunde konstateras att såväl kreditaktiebolagen som flertalet finansbolag föll under EG:s definition av kreditinstitut. För att åstadkomma bättre systematik i det finansiella regelverket ansågs det därför lämpligt att så långt möjligt försöka samla de svenska reglerna i en gemensam lag.

De svenska hypoteksinstituten - Stadshypotek, Landshypotek och Skeppshypotek - reglerades tidigare i särskilda lagar avpassade för institutens specifika verksamhet. Stadshypotek och Landshypotek har på senare år ombildats till kreditmarknadsbolag. En av de viktigaste anledningarna till ombildningen var att avregleringen av den svenska kreditmarknaden har ändrat förutsättningarna för hypoteksverksamheten och att en översyn och modernisering av organisationen var lämplig.

Sammanfattningsvis har reformeringen och moderniseringen av den svenska finansiella lagstiftningen bl.a. inneburit att huvuddelen av reglerna för kreditinstitut utanför banksystemet har inordnats i en gemensam lag, lagen om kreditmarknadsbolag. Lagen gäller oberoende av institutens verksamhetsområden för finansiering, såsom kredit till konsumtion, bostäder, näringsliv eller kommuner. Lagen innehåller rörelseregler som gäller för de verksamheter som traditionellt har bedrivits av finansbolag och kreditaktiebolag, inkl. bostadsinstitut.

I förarbeten till lagen om kreditmarknadsbolag (prop. 1992/93:89 s. 150) ansågs det varken nödvändigt eller ändamålsenligt att föra in särskilda regler för vissa institut i lagen. Enskilda företags profilering fick i stället ske genom bestämmelser som bolaget tar in i bolagsordningen. Det aviserades emellertid att frågan om särreglering av vissa institut kunde tas upp i ett annat sammanhang om det skulle bedömas önskvärt med hänsyn till EG:s regler om riskspridning i placeringsportföljer (mer om dessa regler nedan).

Anförda skäl för särreglering av bostadsinstitut

I ett remissvar - vid beredningen av finansdepartementets promemoria med utkast till lagrådsremiss om EES-anpassad lagstiftning - anförde Stadshypotekskassan att det bl.a. med anledning av EG:s riskspridningsregler i placeringsportföljer är angeläget att även fortsättningsvis kunna urskilja bostadsobligationer från företagsobligationer. Det bästa sättet vore, enligt kassan, att i lagen ha en särskild beteckning för bostadsinstituten.

Svenska Bankföreningen har i skrivelser år 1993 och 1994 till regeringen framfört argument för en särreglering av bostadsinstituten. Föreningen vill att det i lagen dels införs en definition av hypoteksbolag som särskiljer dem från övriga kreditmarknadsbolag, dels uppställs vissa säkerhetskrav och begränsningar i hypoteksbolagens placeringsmöjligheter. Föreningen hävdar att institutens upplåningssituation kommer att betydligt försämras, vilket leder till ökade upplåningskostnader. Finansinspektionen har i en skrivelse till regeringen instämt med Bankföreningen om att det inte är tillräckligt att bostadsinstituten profilerar sig i bolagsordningen.

EG:s placerings- och tillsynsregler

I ett antal EG-direktiv fastställs regler för värdepappersfonder, kreditinstitut, värdepappersföretag och försäkringsföretag som syftar till att begränsa de risker som företagen tar i sin verksamhet. Dessa regler ingår som en integrerad del i EG:s minimiregler för företagens verksamhet.

I fråga om *värdepappersfondernas* placeringar finns i rådets direktiv (85/611/EEG) om samordning av lagar och andra författningar som avser företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (fondföretag), det s.k. UCITS-direktivet, bestämmelser som begränsar fondernas placering-

ar. Enligt huvudregeln 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 fondens tillgångar. Ytterligare ett undantag från huvudregeln finns i ett tilläggsdirektiv till UCITS-direktivet (88/220/EEG) som ger medlemsländerna möjlighet att höja gränsen till 25 procent beträffande obligationer emitterade av ett kreditinstitut som enligt lag står under särskild offentlig tillsyn avsedd att skydda obligationsinnehavarna. Att märka är att kapital som härrör från emissionen av sådana obligationer enligt lag måste placeras i tillgångar, som under obligationernas hela giltighetstid täcker fordringarna. Samtidigt skall skuldförbindelserna, i händelse av emittentens oförmåga att fullgöra sina ekonomiska åtaganden, prioriteras för återbetalning av kapital och upplupen ränta, dvs. vara förenade med förmånsrätt i emittentens konkurs.

Undantaget i tilläggsdirektivet till UCITS-direktivet har införlivats i lagen (1990:1114) om värdepappersfonder. Detta kan dock inte tillämpas beträffande obligationer utgivna av de svenska kreditinstituten, eftersom dessa inte kan anses uppfylla de formella krav som ställs i direktivet.

För *försäkringsbolag* finns i det s.k. tredje skadeförsäkringsdirektivet (92/49/EEG) resp. tredje livförsäkringsdirektivet (92/96/EEG) bestämmelser om begränsning av *placeringsrisker* i *försäkringsföretagens* verksamhet i fråga om de tillgångar som motsvarar de tekniska avsättningarna. Huvudregeln för enhandsengagemang i värdepapper är i korthet följande. Ett belopp motsvarande högst fem procent av de tekniska avsättningarna får placeras i värdepapper med samma utgivare. Gränsen kan dock höjas till tio procent om det sammanlagda innehavet placeringar på fem-tio procent inte överstiger 40 procent av de tekniska avsättningarna. Direktiven innehåller dessutom en särskild undantagsregel som innebär en möjlighet att under vissa förutsättningar medge enhandsengagemang motsvarande 40 procent av de tekniska avsättningarna. En förutsättning är att det kreditinstitut som har utfärdat skuldförbindelsen står under särskild offentlig tillsyn avsedd att skydda innehavarna av sådana skuldförbindelser. Även i övrigt motsvarar förutsättningarna de särskilda krav som ställs i det nyss nämnda tilläggsdirektivet till UCITS-direktivet beträffande värdepappersfonders placeringar.

I en departementspromemoria om placeringsregler för försäkringsbolag, som föregick införlivandet av tredje generationens försäkringsdirektiv, görs den bedömningen att den särskilda undantagsregeln för enhandsengagemang inte bör införas i den svenska lagstiftningen (Ds 1993:57 s. 99 ff.).

Anledningen till detta ställningstagande är att en sådan regel anses strida mot försäkringstagarnas intressen eftersom en så stor exponering knappast kan ingå i en väldiversifierad portfölj. Det anförs att en alltför hög andel placeringar i bostadsobligationer skulle äventyra försäkringsbolagens finansiella stabilitet vid fallande priser på fastighetsmarknaden.

Departementspromemorian behandlades i det lagstiftningsärende där tredje generationens försäkringsdirektiv införlivades i den svenska rättsordningen. Direktivens huvudregel för enhandsengagemang har införts i försäkringsrörelselagen (1982:713). I förarbetena anförs att det i svensk rätt saknas regler som uppfyller den särskilda undantagsregelns kvalifikationskrav om särskild tillsyn och om säkra placeringar kombinerade med en särskild förmånsrätt och att det därför av formella skäl inte går att införliva denna (prop. 1994/95:18 s. 189). Det konstateras att frågan om en sådan lagändring skall genomföras hänger samman med den övergripande frågan om det skall inrättas regler för en särskild kategori institut som är strängare vad gäller krav på säkerhet och placeringar. I propositionen aviseras därför en utredning som skall analysera denna fråga.

För *kreditinstitut* och *värdepappersföretag* finns gemensamma regler om riskexponering i rådets direktiv (92/121/EEG) om övervakning och kontroll av kreditinstituts stora exponeringar och rådets direktiv (93/6/EEG) om kapitalkrav för värdepappersföretag och kreditinstitut. Enligt direktivens huvudregel får ett kreditinstitut eller ett värdepappersföretag inte exponera sig gentemot en kund eller grupp av kunder med inbördes anknytning i så stor utsträckning att värdet av exponeringarna överstiger 25 procent av företagens kapitalbas. De undantag som finns i direktivet om stora exponeringar i form av lägre viktning eller nollviktning av värdet av vissa exponeringar kan tillämpas i de fall där det finns betryggande säkerhet. Begränsningsbestämmelserna har karaktären av minimiregler. Ytterligare begränsningar får således införas nationellt. Direktivet ger emellertid möjlighet att helt eller delvis undanta ett antal exponeringar från begränsningsreglerna. Detta gäller bl.a. för sådana räntebärande värdepapper som avses i den ovan beskrivna 25-procentsregeln i tilläggsdirektivet till UCITS-direktivet.

Direktivet om stora exponeringar och kapitalkravsdirektivet har genomförts i svensk rätt genom lagen (1994:2004) om kapitaltäckning och stora exponeringar för kreditinstitut och värdepappersbolag. I lagen infördes den ovan nämnda huvudregeln för begränsningar av stora exponeringar. I förarbetena anges att det bör ankomma på regeringen eller, efter regeringens

bemyndigande, Finansinspektionen att i föreskriftsform närmare ange de exponeringar som kan undantas från tillämpningen av begränsningsreglerna samt i vilken mån lägre viktning av vissa exponeringars värde kan tillåtas (prop. 1994/95:50 s. 229). Vidare anförs att de svenska institut som emitterar bostadsobligationer inte uppfyller direktivets särskilda krav och att det därför inte finns någon möjlighet att helt undanta institutens exponeringar från bestämmelserna om begränsningar av stora exponeringar.

Finansmarknadens struktur

De svenska kreditmarknadsbolagens finansieringsbehov tillgodoses i stort sett på marknaden för räntebärande värdepapper. Denna marknad kan i stort delas in i en obligationsmarknad för instrument med löptid på över ett år och i en penningmarknad för instrument med kortare löptid.

Sedan mitten av 1980-talet har obligations- och penningmarknaderna vuxit kraftigt. Det utestående beloppet i obligationer ökade under perioden 1985-1995 från 583 till 1494 miljarder kronor. Motsvarande belopp för penningmarknaden var 147 resp. 420 miljarder kronor.

Den svenska marknaden för räntebärande värdepapper kännetecknas av en hög grad av koncentration. Staten och bostadsinstituten är de största emittenterna på marknaden. De största aktörerna på placeringssidan är AP-fonden, försäkringsbolag, banker och icke-finansiella företag.

Bostadsinstituten tillgodoser mer än två tredjedelar av sitt finansieringsbehov på obligations- och penningmarknaderna. Instituten är den största gruppen aktörer på dessa marknader, med en obligationsstock som år 1995 uppgick till 792 miljarder kronor. Detta motsvarar ca 60 procent av den totala obligationsstocken. Motsvarande siffra på penningmarknaden var 104 miljarder kronor, vilket motsvarar ca 25 procent av marknaden.

Bostadsobligationsmarknaden domineras av fem stora emitterande institut: Stadshypotek, Spintab, SBAB, SE-banken Bolån och Handelsbanken Hypotek. Dessa institut står för den helt övervägande delen av den utestående volymen av bostadsobligationer.

AP-fondens placeringar på obligationsmarknaden uppgick vid utgången av 1994 till 519 miljarder kronor. Placeringar i bostadsobligationer utgjorde ca 46 procent av fondens innehav av obligationer. Under de senaste åren har fondens placeringar i statsobligationer ökat på bekostnad av placeringar i bostadsobligationer. Detta speglar en generell förändring av hela marknaden

- som pågått till helt nyligen - där den totala stocken bostadsobligationer har minskat medan stocken statsobligationer kontinuerligt har ökat i takt med statens upplåningsbehov.

Försäkringsbolagen är som grupp en av de största köparna av räntebärande värdepapper. Vid årsskiftet 1995 uppgick värdet av försäkringsbolagens samlade innehav av bostadsobligationer till ca 165 miljarder kronor. Detta utgjorde 22 procent av bolagens kapitalplaceringar.

Internationell jämförelse

I ett antal EU-länder är bostadsinstitutens verksamhet föremål för en särskild offentlig reglering och tillsyn. Nedan ges en kort beskrivning av förhållandena för bostadsinstituten i Danmark och Tyskland.

I *Danmark* har hypoteksinstituten gamla anor. Det första realkreditinstitutet etablerades redan i slutet av 1700-talet och dessa institut har alltsedan dess haft en dominerande ställning på den danska kreditmarknaden vad gäller finansiering av fastigheter. Instituten täcker 80 procent av det totala lånebehovet på detta område. Resterande del finansieras av banker och sparkassor.

Hypoteksinstitutens verksamhet finansieras genom emission av långfristiga värdepapper till en huvudsakligen fast ränta. Det finns sju hypoteksinstitut som emitterar på den reglerade obligationsmarknaden. I slutet av 1993 uppgick deras andel av den totala obligationsmarknaden till 50 procent.

De danska hypoteksinstitutens verksamhet regleras av en särskild realkreditlag. Det fastslås i den lagen att instituten skall bevilja lån mot säkerhet i fastighetspant och att finansiering av verksamheten skall ske genom emission av obligationer. I lagen föreskrivs även att belåningsgraden för lån till permanenta bostäder skall motsvara högst 80 procent av fastighetens värde, medan belåningsgraden för fritidshus och kommersiella fastigheter skall vara högst 60 procent.

Det ställs i realkreditlagen strikta krav vad gäller emission av obligationer. Realkreditobligationer får endast emitteras för lån mot pant i fast egendom. Emissioner skall ske i takt med att nya lån beviljas. Lagen påbjuder en total matchning av utlånings- och upplåningsvillkor så att ränterisken minimeras. Ränterisken till följd av avvikelse från in- och

utbetalningar av ränta får inte överstiga en procentenhet. Obligationer som har emitterats av hypoteksinstituten har förmånsrätt vid konkurs.

I *Tyskland* erbjuds bostadslån av hypoteksbanker och bostadsinstitut. Lån till bostäder erbjuds även av banker. Bostadslåneverksamhet finansieras främst genom emission av bostadsobligationer (hypotekenpfandbrief). Sådana obligationer är det dominerande instrumentet på den tyska obligationsmarknaden. Vid utgången av 1992 utgjorde denna obligationsstock 37 procent av den totala utestående obligationsvolymen.

Verksamhet relaterad till bostadsfinansiering regleras i korthet på följande sätt. Bankers och andra kreditinstituts verksamhet omfattas av kreditlagen. Hypoteksbanker regleras även av en särskild lag, lagen om hypoteksbanker. Övriga bankers handel med bostadsobligationer samt bostadsinstitutens verksamhet omfattas av lagen om bostadsobligationer och liknande instrument.

I hypoteksbankslagen uppställs hårda krav vad gäller placeringar och tillsyn. Belåningsgraden, för att nämna ett exempel, får vara högst 60 procent av marknadsvärdet. Vidare skall det emitterande institutet se till att det nominella värdet av en viss stock av bostadsobligationer motsvarar pantvärdet vid varje tidpunkt och under hela löptiden. Detta innebär att institutet under hela denna period skall ha en lämplig matchning av skuld- och tillgångssidan av obligationsinnehavet.

Hypoteksbankerna är underkastade en särskild tillsyn som är strängare än tillsynen över andra kreditinstitut. Tillsynsmyndigheten kan tillsätta en särskild förvaltare (förtroendeman) som har möjlighet dels att analysera enskilda bostadslån, dels att försäkra sig om att det finns tillräckligt med panter vid emissioner. Hypoteksbankslagen ger innehavare av bostadsobligationer förmånsrätt i emittentens konkurs. Denna förmånsrätt begränsas till att omfatta institutens fastighetspanter. Bostadsinstituten skall även ha ett särskilt register över tillgångar som är förenade med fastighetspant.

Hypoteksbankerna har möjlighet att i begränsad omfattning bedriva annan verksamhet än bostadsfinansiering. För denna verksamhet ställs lägre krav vad gäller säkerhet och den får inte finansieras genom emission av bostadsobligationer.

Uppdraget

Allmänna utgångspunkter

Mot bakgrund av de redovisade förhållandena bör en utredare tillkallas för att överväga om kreditmarknadsbolag med viss specificerad verksamhet, t.ex utlåning mot mycket god säkerhet i fast egendom, bör få möjlighet att tillämpa särskilda lagfästa regler om förstärkt offentlig tillsyn och om förmånsrätt vid konkurs för innehavare av institutets skuldförbindelser. Regleringen kan ges en institutionell eller en funktionell inriktning. En institutionell inriktning innebär att endast institut som uteslutande bedriver denna specificerade verksamhet får tillämpa de särskilda reglerna. Utredaren skall dock även överväga om det i stället är lämpligt att utforma regleringen med en funktionell inriktning. En sådan inriktning har den innebörden att institut som tillämpar den ges möjlighet att emittera obligationer med förmånsrätt för lån mot pant i fast egendom av specificerat slag, samtidigt som institutet även kan bedriva annan för kreditmarknadsbolag tillåten verksamhet.

Utredaren skall utforma förslag till en rättslig reglering.

I det följande anges ett antal frågor som utredaren skall ägna uppmärksamhet. Utredaren skall dock inom uppdragets ramar vara fri att ta upp även andra frågor som aktualiseras under utredningsarbetet.

Särskilda regler för vissa kreditmarknadsbolag

Av exempelvis ett bostadsinstituts bolagsordning framgår bl.a. institutets utlåningspolicy, dvs. att kredit med något undantag endast beviljas mot betryggande säkerhet i fastighet, tomträtt eller bostadsrätt samt en viss högsta belåningsgrad och vissa matchningsbestämmelser. Denna för placerarna viktiga information om institutets risknivå kan givetvis även regleras i lag. Det kan hävdas att en reglering som skiljer dessa institut från andra kreditmarknadsbolag skulle leda till att placerarna betraktar placeringar i bostadsobligationer som säkrare och att upplåningskostnaden därigenom minskar.

Riskerna med placeringar i bostadsinstitutens obligationer hänger samman med prisutvecklingen på fastighetsmarknaden. Placeringar i sådana obligationer har traditionellt betraktats som investeringar med en relativt låg

risk. Fastighetsprisernas kraftiga fall under ett antal år från slutet av 1980-talet - då priserna för vissa fastigheter halverades - har inneburit finansiella problem för bostadsinstituten. En viss återhämtning har sedan skett men erfarenheten visar att priserna kan fluktuera kraftigt.

Utredaren skall analysera och göra en bedömning av om möjligheten att tillämpa en särskild lagstadgad reglering för bostadsfinansieringsverksamhet - vare sig den utgör en funktionell reglering eller är institutsbetingad - skulle leda till att sådana instituts bostadsobligationer anses som en säkrare investering och att institutens upplåningskostnader därigenom minskar. Som en delfråga bör utredaren överväga om denna reglering bör innehålla ett fastställande av en viss övre belåningsgrad.

Marknaden för räntebärande värdepapper spelar en viktig roll för finansieringen av bostadsinstitutens verksamhet eftersom närmare två tredjedelar av institutens finansieringsbehov tillgodoses på denna marknad. Samtidigt kännetecknas bostadsobligationsmarknaden, vad gäller efterfrågan inom landet, av en stark koncentration av placerare. Alltför restriktiva riskspridningsregler för placerarna kan därför medföra problem för bostadsinstitutens finansieringsmöjligheter. Ett sätt att komma till rätta med detta problem kan vara att utnyttja de särskilda undantagsregler beträffande enhandsengagemang som finns i EG-direktiven.

Utredaren skall analysera och bedöma om införandet av sådana bestämmelser kan underlätta för de svenska bostadsinstituten att avsätta sina obligationer på den svenska marknaden. Utredaren skall i sina överväganden beakta att syftet med riskspridningsbestämmelserna inte åsidosätts och därvid lämna förslag på i vilken utsträckning de möjligheter till högre maximigränser för enhandsengagemang som de skilda undantagsreglerna medger bör utnyttjas för sådana bostadsinstitut som verkar under en särskild reglering.

Ekonomiska konsekvenser

Varje rättslig reglering av den finansiella marknaden påverkar dess funktionssätt. En särreglering av vissa kreditinstitut kan leda till ändrade förhållanden på upplåningsmarknaden för alla aktörer vad gäller prissättning och likviditet. Förbättrade förhållanden för vissa institut kan påverka övriga kreditinstituts finansieringsmöjligheter i negativ riktning.

Utredaren bör därför analysera hur de föreslagna åtgärderna påverkar den finansiella marknadens struktur samt undersöka vilka effekter förslagen skulle få för låntagarnas villkor.

Utredaren skall också åskådliggöra vilka effekter de framlagda förslagen har på behovet av resurser till den offentliga tillsynen samt - om den bedömningen görs att ytterligare resurser krävs - hur dessa skall finansieras.

Utredningsarbetet

Utredaren skall samråda med Banklagskommittén (Fi 1995:09, dir. 1995:86).

Vid de överväganden som utredaren skall göra gäller regeringens generella direktiv om regionalpolitiska konsekvenser (dir. 1992:50), om prövning av offentliga åtaganden (dir. 1994:23) samt om jämställdhetspolitiska konsekvenser (dir.1994:124).

Utredaren skall redovisa resultatet av sitt arbete senast före utgången av juni månad 1997.

(Finansdepartementet)

Svenska Bankföreningen

Swedish Bankers' Association
Association des Banques Suédoises
Schwedische Bankenvereinigung

FRAMSTÄLLNING
1993-10-28

Finansdepartementet

103 33 STOCKHOLM

SÄRREGLERING AV HYPOTEKSINSTITUT

1. Sammanfattning

Svenska Bankföreningen lägger i denna skrivelse fram förslag till särlagstiftning för hypoteksbolag (bostadsinstitut) inom ramen för kreditmarknadsbolagslagen. Det främsta syftet med ändringarna är att tillgodose hypoteksbolagens behov av ostörd upplåning. Det är Bankföreningens uppfattning att hypoteksbolagens upplåningssituation kommer att betydligt försämras om ändringarna inte genomförs, vilket leder till ökade kostnader för bolagen och därmed till ökade boendekostnader för villaägare, bostadsrättsinnehavare och hyresgäster.

Förslaget innebär att det i lagen dels införs en definition av hypoteksbolag som särskiljer dem från övriga kreditmarknadsbolag, dels uppställs vissa säkerhetskrav och begränsningar i placeringsmöjligheter som går utöver dem som gäller för andra kreditmarknadsbolag.

Postadress	Gatuadress	Telefon	Telefax	Bankgiro	Postgiro
Box 7603 S-103 94 STOCKHOLM	Regeringsgatan 42	08-453 44 00	08-796 93 05		

2

I skrivelsen kommenterar Bankföreningen vidare vissa synpunkter rörande bl a hypoteksbolagens upplåningsbehov som nyligen framförts i promemorian (Ds 1993:57) Placeringsregler för försäkringsbolag.

Bankföreningen uppehåller sig till sist också vid frågan huruvida ett antagande i Sverige av EG-direktivets undantagsregel ("40%-regeln") när det gäller försäkringsbolagens placeringsmöjligheter nödvändiggör ändringar i förmånsrättsordningen till förmån för innehavare av bostadsobligationer.

2. Bakgrund

Riksdagen antog i december 1992 en ny lag om kreditmarknadsbolag. Lagen träder ikraft vid tidpunkt som regeringen bestämmer. Ikraftträdandet är tänkt att ske samtidigt som EES-avtalet.

En viktig nyhet är att den nuvarande legala skillnaden mellan sådana bolag som har auktoriserats enligt lagen om finansbolag och sådana som har godkänts som kreditaktiebolag har slopats till förmån för en enhetlig kategori av kreditinstitut, nämligen kreditmarknadsbolag. Det främsta motivet för reformen är att den särställning i förhållande till finansbolagen som kreditaktiebolagen tidigare haft när det gällt rätten att finansiera sig genom löpande papper, t ex obligationer, har eliminerats genom att även finansbolagen nu har sådana möjligheter. Det förutsätts i lagförarbetena att de kreditmarknadsbolag som önskar specialisera sin utlåning till viss sektor skall ange detta i bolagsordningen. Följaktligen innehåller själva kreditmarknadsbolagslagen inte någon särskild referens till exempelvis den verksamhet som bedrivs av dagens bostadsinstitut.

Vid remissbehandlingen av lagrådsremissen om EES-anpassad lagstiftning om banker och kreditmarknadsbolag m m kritise-

3

rades detta förhållande av bl a Stadshypotek och Spintab (genom Sparbankernas Bank). Stadshypotek framhöll bl a att det i flera av EG:s medlemsländer finns särskilda typer av obligationer, som är utställda av speciella typer av företag och som anses innebära en mindre risk än andra papper. Detta förhållande hade av EG bedömts som så viktigt att man inom gemenskapen hade beslutat att ge länderna möjlighet att göra undantag för just denna typ av obligationer vid tillämpningen av regler om riskspridning i placeringsportföljer, t ex reglerna om enhandsplaceringar i EG:s tredje livförsäkringsdirektiv (92/96/EEC). Så hade redan skett i direktivet angående placeringsregler för värdepappersfonder.

I propositionen anförde föredragande statsrådet (s. 150) bl a att han fann det varken nödvändigt eller ändamålsenligt att för närvarande införa särskilda regler för vissa institut. Syftet med en gemensam lag var ju att regleringen av instituten skulle vara så likartad som möjligt. Statsrådet framhöll emellertid vidare: "Om Sverige med anledning av EG:s regler om riskspridning i placeringsportföljer skulle finna det erforderligt och önskvärt att hårdare reglera vissa institut får frågan tas upp igen i annat sammanhang."

3. Problemet

Bostadsinstituten har med stigande oro sett på det förhållandet att instituten framdeles i legalt avseende skall jämställas med finansbolag under den gemensamma beteckningen kreditmarknadsbolag. Oron har främst att göra med institutens övertygelse att bostadsobligationernas ställning kommer att av omvärlden uppfattas som försämrad om obligationernas legala status ej stärks eller ej särskilt betonas i den nya lagen. Med den av riksdagen antagna lagen kan riskeras att effekten blir den omvända, en försvagning av bostadsobligationernas status på marknaden. Även marginella effekter i procent räknat kan ge stora utslag i reda pengar. Utlåningen

4

från bostadsinstituten uppgår till närmare 1.000 miljarder, varav merparten lånas upp på svenska och internationella kapitalmarknader. Som en jämförelse kan nämnas att finansbolagens utlåning understiger 100 miljarder och att dessa bolag i huvudsak refinansierar sig inom banksystemet. Bostadsinstitutens uppfattning om situationen bör följaktligen tillmätas stor betydelse.

Bankföreningen kommer i de följande avsnitten att redovisa de närmare skälen till att lagstiftningen bör reformeras. Föreningen lägger också fram förslag till hur en reform kan utformas. Redan nu bör förutskickas att föreningens överväganden avser tre skilda områden - kreditmarknadsbolagslagen, försäkringsrörelselagstiftningen och förmånsrättsordningen.

I det förstnämnda avseendet föreslår föreningen att vissa ändringar görs i kreditmarknadsbolagslagen.

När det gäller försäkringsrörelselagstiftningen innefattar skrivelsen Bankföreningens preliminära ställningstagande till Lars Nybergs förslag rörande begränsningar i enhandsengagemang för försäkringsbolag i promemorian (Ds 1993:57) Placeringsregler för försäkringsbolag (avsnitt 4.3.6). Föreningens uppfattning är att utredarens beräkningar måste ifrågasättas på en avgörande punkt, nämligen när det gäller storleken av den upplåning som måste flyttas ut från försäkringsbolagen om utredarens förslag godtas. I konsekvens härmed framstår det som angeläget att EG-direktivets undantagsregel (40%-principen) införs också i svensk rätt.

I fråga om bostadsobligationernas förmånsrättsliga ställning har det ibland gjorts gällande att en fullständig svensk anpassning till EG-direktiven om försäkringsbolagens placeringsregler kräver att dessa obligationers ställning förstärks i förmånsrättsordningen. Bankföreningen argumenterar för att en sådan ändring inte är nödvändig men har i och för

5

sig ingen invändning mot att förmånsrättsordningen på denna punkt justeras så att bostadsobligationernas särställning markeras.

4. Lagstiftningsbehovet

4.1 Kreditmarknadsbolagslagen

Det övergripande önskemålet från bostadsinstitutens sida är att den kommande lagstiftningen för kreditmarknadsbolag och försäkringsbolag inte får leda till att institutens upplåningssituation försämras. En försämring leder till lägre rating nationellt och internationellt och medför ökade kostnader för upplåningen, därmed också högre boendekostnader för egnahemsägare och hyresgäster.

Det finns enligt Bankföreningens uppfattning en rad skäl som talar för att bostadsinstituten bör särbehandlas i lagstiftningen, allt med syftet att inte försämra förutsättningarna för institutens verksamhet.

1. Bottenlåneinstitutens huvudsakliga upplåning ligger på obligationsmarknaden, där instituten har att konkurrera med staten och med andra svenska och utländska emissionsinstitut. Det är av stor betydelse att bostadsobligationerna därvid framstår som säkra placeringar, annars minskar möjligheterna att finna placerare. I förlängningen leder detta till höjda bostadsräntor.

Det får från placerarnas synpunkt inte råda någon tvekan om att just bostadsinstituten erbjuder säkerheter av prima värde. För placerarna, särskilt de utländska, blir det med lagens utformning svårt att avgöra om man har att göra med "vanliga finansbolag", med kreditmarknadsbolag av typen Securum Finans eller med bolag motsvarande de nuvarande bottenlåneinstituten. Denna oklarhet är till nackdel för alla inblandade bolag och kredittagare. Det är enligt

6

Bankföreningens mening inte tillräckligt att bostadsinstitutens särart i förhållande till andra kreditmarknadsbolag beskrivs i institutens bolagsordningar. En bolagsordning kan ändras genom beslut av bolagsstämma och förekomsten av regler om placeringsskyldighet etc i bolagsordningen kan ur placerarnas synvinkel sannolikt inte ensamt anses medföra tillräcklig stadga. Detta ändras inte av att ändringar i bolagsordningen måste godkännas av tillsynsmyndigheten, som vid sin prövning främst har att se till formalia.

Det nu anförda talar starkt för att bostadsinstituten som grupp särbehandlas i lagstiftningen. Bankföreningen återkommer senare i skrivelsen till hur detta kan åstadkommas.

2. Ett ytterligare skäl för en särreglering i associationsrättsligt avseende utgör det internationella regelverket för försäkringsbolagens placeringar, ett regelverk som nu föreslås blir implementerat också i svensk lag av den Nybergska utredningen.

Av särskilt intresse i sammanhanget är EG:s tredje livförsäkringsdirektiv, som träder ikraft 1994-07-01. Enligt detta direktiv gäller som huvudregel för ett försäkringsbolags placeringar i lån och värdepapper till en och samma låntagare att placeringarna inte får överstiga 5 % av försäkringsbolagets försäkringstekniska bruttoreserver eller under vissa speciella omständigheter 10 %. Emellertid får maximigränsen höjas till 40 % under följande villkor:

- Placeringen skall avse värdepapper ("debt securities") emitterade av ett kreditinstitut som har sitt säte i en medlemsstat och som enligt lag är underkastat särskild offentlig tillsyn avsedd att skydda innehavarna av dessa värdepapper.

- Kapital som härrör från emission av sådana värdepapper måste enligt lag placeras i tillgångar, som dels under

7

värdepapprens hela giltighetstid täcker de med värdepappren förenade fordringarna, dels i händelse av emittentens oförmåga att fullgöra sina åtaganden skall med prioritet användas för återbetalning av kapital och upplupen ränta.

De angivna villkoren överensstämmer med de villkor som EG tidigare fastställt för värdepappersfonders enhandsplaceringar. EG har i ingressen till det direktiv som reglerar de senare placeringarna särskilt omnämnt de danska bostadsobligationerna. Den danska tillsynsmyndigheten har beslutat att dessa obligationer uppfyller villkoren för höjd maximigräns (40 %) för värdepappersfonders tillgångar. Ett liknande beslut för försäkringsbolagens enhandsplaceringar är att emotse. Danska bostadsobligationer - "realkreditobligationer" - har i vissa avseenden tilldelats en särställning i den danska Realkreditloven, bl a förmånsrättsligt.

Värdet av de svenska försäkringsbolagens placeringar i bostadsobligationer uppgår till ca 190 Mdr kronor. Svenska försäkringsbolag och hypoteksinstitut torde inte vara mindre intresserade än sina danska motsvarigheter av att en högre maximigräns för enhandsplaceringar än 5 eller 10 % tillämpas. Skälen härtill utvecklas nedan i avsnittet "Upplåning från försäkringsbolag". En av förutsättningarna för en sådan möjlighet torde vara att hypoteksinstituten avgränsas som en grupp, t ex inom ramen för kreditmarknadsbolagslagen, och att vissa regler införs i lagen som begränsar möjligheten till riskexponering i dessa bolag. Därutöver kan givetvis särskilda krav komma att ställas på hypoteksinstitutens bolagsordningar. En särreglering av bostadsinstituten är dock påkallad oavsett om 40%-regeln införs i försäkringsrörelselagstiftningen eller ej. Räntan på "normala" placeringar från försäkringsbolagen, alltså bostadsinstitutens kostnad för upplåningen, påverkas givetvis positivt av att särskilda krav ställs i lagstiftningen på bostadsinstitutens säkerheter.

3. Ytterligare ett skäl för att i legalt hänseende urskilja hypoteksinstituten som en grupp utgör problemet med "fondgillheten" av olika värdepapper. Idag gäller t ex för allemansfonderna och för den som placerar omyndiga barns pengar att hypoteksinstitutens obligationer är automatiskt tillåtna placeringsobjekt, i det senare fallet enligt ett direkt stadgande i anslutning till 15 kap 4 § föräldrabalken. Placeringar i andra företagsobligationer är möjliga endast om dessa är "offentligen utbjudna" av en bank, ett värdepappersbolag eller liknande. Det finns ingen anledning att beröva hypoteksinstituten den fördel som direktplaceringsmöjligheten medför. Det är alltså en fördel om det i kreditmarknadsbolagslagen finns en särskild kategori av kvalificerade obligationsutgivare, vilkas obligationer automatiskt är "fondgilla".

4.2 Upplåning från försäkringsbolag

I promemorian (Ds 1993:57) Placeringsregler för försäkringsbolag föreslår utredaren, docenten Lars Nyberg, bl a att begränsningar skall införas för försäkringsbolagens enhandsengagemang. Förslaget innebär att ett försäkringsbolag skall kunna investera i obligationer och certifikat emitterade av ett enskilt bostadsinstitut för ett belopp som uppgår till högst 10 procent av försäkringstekniska skulder för egen räkning. Om 10-procentsgränsen hade införts vid årsskiftet 1992/93 visar enligt utredaren beräkningar baserade på de enskilda försäkringsbolagens innehav av bostadspapper att ett utförsäljningsbehov på högst 25 miljarder hade uppkommit (s. 101). Om försäkringsbolagen tog sina fria medel i anspråk skulle dock i stort sett hela utförsäljningsbehovet försvinna.

Utredaren avvisar tanken på att införa EG-direktivets särskilda undantagsregel (40%-regeln). Som enda skäl anförs att en sådan regel skulle strida mot försäkringstagarnas

9

intresse eftersom "fyrtio-procentiga enhandsengagemang knappast (kan) ingå i en väldiversifierad portfolj".

Förslaget har ännu inte utsänts på remiss, men Bankforeningen vill ändå, med tanke på det samband denna fråga har med särregleringsspörsmålet, ge uttryck åt följande preliminära uppfattning.

1. Utredaren anför i promemorian att han vid sina bedömningar främst har beaktat försäkringssynpunkter, inte t ex emittenternas, d v s bostadsinstitutens, önskemål. Frågan om relationen försäkringsbolag-bostadsinstitut är emellertid alltför komplicerad för att enbart den ena aspekten skall få styra lagstiftningen. Bostadsinstituten anser sina intressen dåligt tillgodosedda genom förslaget i denna del.

2. Mot bakgrund av den distinktion som EG via sitt livförsäkringsdirektiv gör mellan olika typer av obligationer ligger det inget egenintresse i att alla obligationer och andra tillgångar behandlas lika i placeringsavseende. En analys av olika tillgångsslag skulle ha visat att bostadsobligationer har förutsättningar att bli mer guldkantade än andra värden (statsobligationer undantagna) och att de följaktligen bör förenas med mer liberala placeringsregler än vad som gäller för övriga värden.

3. Att lagen sätter ett tak vid 10 % innebär inte att det verkliga taket kommer att ligga vid 10 %. Eftersom placerarna har ett behov av att göra kortfristiga placeringar kommer nivån för de långsiktiga placeringarna att ligga lägre, kanske vid cirka 8 %. Detta begränsar ytterligare utrymmet för långsiktig upplåning inom landet.

4. Även om begränsningsregeln formellt endast gäller för försäkringsbolag kan det väntas att andra svenska och internationella placerare påverkas av reglerna i sin placeringspolitik, med en kollaps av den svenska bostadsobliga-

tionsmarknaden som möjlig följd. Försäkringsbolagen och eventuellt andra placerare skulle upphöra att vara nettoplacerare under återstoden av 90-talet och istället bli stora nettosäljare, enligt följande kalkyl (endast försäkringsbolag):

		Mdr kr
A.	Försäkringsbolagens innehav av bostadsobligationer	183
	varav sakbolag (uppskattat)	13
	Netto (= 27 % av 625 Mdr)	170
B.	Totala placeringar för livbolag	625
	* 20%-regel (om alla institut lika stora)	125
	* 10%-regel ("-)	63

C. Kalkylen visar att utförsäljningsbehovet sannolikt blir mycket högre än vad utredaren beräknat. Dessutom försvinner alltså livbolagen som viktig köpargrupp/nettoplacerare under 90-talet. Denna kategori nettoplacerade under början av 90-talet 5-10 Mdr kronor/år i bostadsobligationer.

D. I kalkylen ovan (möjligen också i utredarens kalkyl, vars grunder dock ej redovisats) har antagits att alla bostadsinstitut är lika stora. I verkligheten är två institut i särklass störst med en volym på vardera över 225 Mdr. Ett institut ligger i intervallet 100-125 Mdr. Övriga ligger under 100 Mdr. Detta bör beaktas vid en slutgiltig kalkyl.

I promemorian (s. 101) antyder utredaren att det inte borde vara något problem för försäkringsbolagen att sälja av 25 Mdr eftersom detta belopp endast "motsvarar en normal dagsomsättning på andrahandsmarknaden för bostadspapper". Bortsett från att siffran, som påpekats ovan, troligen är för låg handlar det ändå om ett mycket betydande belopp om

11

det skall placeras på den svenska marknaden. Ur bostadsinstitutens synvinkel handlar det om ett belopp som måste lånas upp från någon annan placerare, vilket kan bli mycket problematiskt, särskilt i dagens kapitalmarknad.

5. Det är ingalunda givet att utländska obligationsmarknader kan öka sin andel av svenska bostadsinstituts upplåning och återförsäljning vid förfall samt upplåning på grund av portföljbantning. Det är osäkert om swapmarknader alltid finns för de ökade volymerna, särskilt mot bakgrund av statens ökade lånebehov på utlandsmarknaden samt risken för nedgraderad rating för Sverige, med minskad investerarbas som följd. Härtill kommer att de svenska bostadsinstituten på grund av valutaregleringen började låna i utlandet först under andra hälften av 1980-talet och därför för närvarande varken har kapacitet eller marknad för att låna utomlands i den omfattning som de föreslagna reglerna om enhandskediter egentligen skulle nödvändiggöra.

6. Obligationsmarknaden för privatpersoner är underutvecklad i Sverige, jämfört med förhållandena i t ex Tyskland och Danmark. En långsam utveckling pågår, men förändringen är långt ifrån tillräcklig för att täcka det ökade upplåningsbehov som uppkommer om utredningsförslaget genomförs. I Tyskland köper privatpersoner 20-30 % av bostadsobligationerna, i Sverige endast 2-3 %. Bostadsinstituten behöver med andra ord tid på sig för att diversifiera sin upplåning. Den i promemorian föreslagna övergångstiden, 3 år, är i detta perspektiv alldeles för kort. EES-avtalet tillåter för övrigt Sverige en längre övergångstid än utredningsförslaget. EES-lösningen bör givetvis ha företräde.

7. Det är viktigt att de svenska reglerna om placeringsmöjligheter o s v korresponderar med motsvarande regler i stora EG-länder eller stora obligationsmarknader, såsom Tyskland respektive Danmark. Obligationerna handlas på en gemensam marknad, där samma regler borde gälla.

12

8. En tankbar effekt av de föreslagna placeringsbestämmelserna är att de nuvarande bostadsinstituten måste slås sönder i mindre enheter med skilda ägare. Det måste starkt ifrågasättas om en strukturförändring som drivs fram av regleringsskäl är ändamålsenlig.

9. Till slut bör det understrykas att, såvitt bekant, ingen placerare hittills har förorsakats förluster i svenska bostadsinstitut på grund av frånvaro av regler om tak. Det framstår därför som opåkallat att just Sverige lägger locket på. Det är ju ingalunda så att förekomsten av ett 40%-undantag leder till att placerarna alltid går upp till denna nivå. I själva verket finns det ingen anledning att tro att placerarna skulle lägga sig på en högre nivå än vad som nu är fallet. Försäkringsbolagen bör å andra sidan av säkerhetsskäl finna placeringar i bostadsinstitut mer lockande än t ex direktutlåning till enskilda fastighetsägare. Obligationen innebär en spridning av risken genom att institutens kreditportfölj är mer diversifierad. Dessutom svarar bostadsinstitutens betydande egna kapital i sista hand för institutets förbindelser.

Sammanfattningsvis finner Bankföreningen - låt vara tills vidare preliminärt - att starka invändningar kan riktas mot utredningsförslaget i denna del. Föreningen anser alltså att EG:s undantagsregel bör införas. Enligt föreningens bedömning får emellertid en sådan möjlighet i det långa loppet ingen större effekt om inte också den av föreningen föreslagna reformen av kreditmarknadsbolagslagen genomförs.

4.3 Förmånsrättsordningen

Förmånsrättsordningen mellan olika fordringar i konkurs regleras i förmånsrättslagen (1970:979). Enligt 6 § följer s k särskild förmånsrätt i fast egendom med 1) fordran som enligt lag är förenad med förmånsrätt enligt detta stadgande (s k reallaster, utan intresse här) och 2) inteckning i

egendomen. Detta är huvudbestämmelsen om den förmånsrätt som följer med panträtt på grund av inteckning i fast egendom. I 17 kap. JB ges bestämmelser om konkurrens mellan inteckningar inbördes (företräde efter tidsföljd). I övrigt görs ingen gradering av olika typer av inteckningar inom lagrummet.

Som framhållits ovan öppnar EG-direktiven under vissa förutsättningar vägen för mer liberala regler för placeringar i bostadsobligationer än i andra fordringar. Bl a ställs krav på att de fastighetspanter som ligger bakom obligationerna skall vara "extra säkra". I Danmark och Tyskland har denna extra säkerhet kommit till uttryck bl a i förmånsrättsregler som är speciellt inriktade just på bostadsobligationer.

Frågan uppkommer om den svenska förmånsrättslagens regler om fastighetspant är tillräckliga för att uppfylla EG-direktivens krav. Om så är fallet synes den nyss omförmälda 40%-regeln kunna införas och tillämpas utan att någon ändring behöver göras i förmånsrättslagen. Å andra sidan, om lagen i detta avseende inte ger tillräcklig säkerhet för obligationsinnehavarna måste en ändring övervägas.

Utgångspunkten vid analysen är livförsäkringsdirektivets Artikel 22, paragraf 4, av innebörd att ett medlemsland under vissa förutsättningar kan få höja maximigränsen för försäkringsbolagens enhandsplaceringar till 40 % av de försäkringstekniska bruttoreserverna. Regeln lyder:

> "4. Member States may raise the limit laid down in paragraph 1 (b) to 40 % in the case of certain debt securities when these are issued by a credit institution which has its head office in a Member State and is subject by law to special official supervision designed to protect the holders of those debt securities. In particular, sums deriving from the issue of such debt securities must be invested in accordance

14

with the law in assets which, during the whole period of validity of the debt securities, are capable of covering claims attaching to debt securities and which, in the event of failure of the issuer, would be used on a priority basis for the reimbursement of the principal and payment of the accrued interest."

I fri översättning:

"- Placeringen skall avse värdepapper ("debt securities") emitterade av ett kreditinstitut som har sitt säte i en medlemsstat och som enligt lag är under kastat särskild offentlig tillsyn avsedd att skydda innehavarna av dessa värdepapper.

- Kapital som härrör från emissionen av sådana värdepapper måste enligt lag placeras i tillgångar, som dels under värdepapperens hela giltighetstid täcker de med värdepapperen förenade fordringarna, dels i händelse av emittentens oförmåga att fullgöra sina åtaganden skall med prioritet användas för återbetalning av kapital och upplupen ränta."

En särskild förmånsrätt, reserverad för sådana obligationer som är emitterade för att finansiera utlåning mot säkerhet i fastighetspanter, är enligt bankföreningens uppfattning varken nödvändig enligt direktivet eller meningsfull när det konkursdrabbade hypoteksbolaget inte har ägnat sig åt annan utlåning än lån mot säkerhet i fast egendom. När samtliga tillgångar säkras med fastighetspant stärks inte obligationsinnehavarnas ställning av att vissa lån kopplas direkt till obligationsskulden, inte heller rubbas innehavarnas situation av att institutet har andra finansieringskällor som är likställda med obligationerna. Situationen är annorlunda endast om det både finns säkrad och osäkrad utlåning, vilket inte är fallet i fråga om svenska hypoteksbolag

15

Att detta också är EG:s syn framgår av en rapport från Banking Advisory Committee - (XV/194/87) - där det heter:

> "6. Registration of assets backing loans.
> There was agreement that an indication of all mortgage credits and other assets covering outstanding bonds should be available to the competent authorities in the Member States. The commission's proposal envisaged a specific list identifying such assets or any other system having an equivalent effect. In the course of the discussions it was pointed out by the Commission that specialised institutions would already have such information at their disposal. ....."

Uttalandet skall ses mot bakgrund av obligationsdirektivets bestämmelse om förmånsrätt för obligationsinnehavare (article 9, p. 2):

> "2. Member States shall ensure that in the case of bankruptcy of the credit institution the assets recorded <u>in the list or in the equivalent system</u> as referred to in Article 8 are preferentially reserved for the claims of creditors who are holders of the mortgage bonds backed by those assets and that those creditors are treated in an equal manner."

I fråga om specialinstitut av svensk typ behövs inte någon särskild lista över pantobjekten eftersom <u>all</u> utlåning sker mot pant.

Till det anförda kan läggas att European Community Mortgage Federation (ECMF) i en rapport med anledning av UCITS-direktivet (som i detta avseende är likalydande med livförsäkringsdirektivet) lagt fram förslag om vilka konkreta kriterier som emittenterna skall uppfylla för att undantagsregeln skall vara tillämplig. I förmånsfrågan sägs följande:

16

"(6) Creditors holding bonds should have special security in the event of the bankruptcy or the credit institution which offered the bond for sale. This could best be achieved by the creditors holding the mortgage bonds having a preferential right, in the event of the bankruptcy of the credit institution, to the cover assets.

A preferential right of this kind in the event of bankruptcy would however not be required if the credit institution carries out no other risk business (principle of specialisation). In this case of closely defined business activity, no other claims could basically be made in the event of the credit institution besides the claims of the creditors holding mortgage bonds, apart from claims for tax, salaries and social charges."

Sammanfattningsvis: Svenska hypoteksbolag kan enligt sin bolagsordning bara emittera lån mot säkerhet i pant inom vissa angivna värdegränser. Bolagen är därför att se som specialinstitut med EG-terminologi, i vilket fall någon särskild förmånsrätt varken är erforderlig enligt direktivet eller meningsfull.

Bankföreningen vill dock återigen understryka att föreningen inte med det anförda motsätter sig att en ändring görs i förmånsrättslagen om en ändring bedöms som nödvändig för att EG:s placeringsregler skall kunna implementeras till fullo.

5. Bankföreningens förslag

Av det anförda framgår att bankföreningen anser det nödvändigt att hypoteksinstituten i vissa avseenden särregleras i lagstiftningen. Detta kan ske antingen genom att vissa ändringar görs i kreditmarknadsbolagslagen eller genom att en särskild lag tillskapas för de institut som kan bedömas vara

17

särskilt "kvalificerade" på sätt som anges i lagen. Den senare metoden har bl a den fördelen att den på ett tydligare sätt markerar de angivna institutens särställning. Gränsen mellan olika obligationsformer (högrisk/lågrisk) skulle möjligen bli klarare om instituten ifråga endast skulle kunna erbjuda lågriskobligationer.

Bankföreningen har dock tills vidare stannat för den förra modellen eftersom den innebär ett mindre ingrepp i lagstiftningen och att metoden - en reglering inom kreditmarknadsbolagslagen - ändock bedömts tillräcklig för att tillgodose de syften som föreningen vill uppnå med regleringen. Föreningen är dock inte främmande för att metoden med en särskild lag väljs.

Kreditmarknadsbolagslagen bör enligt föreningens mening ändras i följande avseenden.

För det första bör hypoteksbolagen ges en definition i lagen som särskiljer dem från övriga kreditmarknadsbolag (finansbolag). Definitionen bör göras så enkel som möjligt. De särskiljande momenten ligger huvudsakligen i utlåningsverksamhetens inriktning, i kravet på mer kvalificerad säkerhet och i matchningsbestämmelserna, vilket bör komma till uttryck i lagen. Därjämte bör, som påpekats ovan, en särskild föreskrift införas om likviditetsplaceringar. Däremot är det svårt att finna någon annan omständighet eller föreskrift som bör vara förbehållen den ena eller andra kategorin av bolag.

I det följande föreslås två tillägg till kreditmarknadsbolagslagen, det ena i lagens inledande bestämmelse om definitioner, det andra i kapitlet om rörelseregler där kompletteringar görs i 8 §, som är det grundläggande stadgandet när det gäller säkerheter.

18

Det kan därutöver övervägas om inte lagen bör innehålla en bestämmelse om att ett bolag som uppfyller kraven för hypoteksbolag också skall erhålla inspektionens uttryckliga tillstånd att kalla sig hypoteksbolag. Denna benämning skulle därmed reserveras för bolag som erhåller tillstånd. Föreningen har dock stannat vid att föreslå att denna precisering införs i bolagsordningen, vilken ju skall godkännas av Finansinspektionen.

Med den valda lösningen blir det möjligt att i placeringsreglementen samt i försäkringsrörelselagen, föräldrabalken och andra författningar på ett enkelt sätt hänvisa till hypoteksinstituten enligt kreditmarknadsbolagslagen.

(Om metoden med en särskild lag för hypoteksinstitut väljs skulle den lagen i princip endast behöva innehålla tre paragrafer: en definitionsparagraf, en paragraf motsvarande innehållet i 3 kap 8 § nedan och en paragraf vari i övriga avseenden hänvisas till kreditmarknadsbolagslagen.)

6. Lagtext

I. Tillägg till 1 kap 1 §

8 hypoteksbolag: Kreditmarknadsbolag vars huvudsakliga ändamål är att lämna eller förmedla kredit avseende fastigheter eller bostadsrätter och som uppfyller de krav som anges i 3 kap 8 §.

II. Tillägg till 3 kap 8 § (som härefter får följande lydelse):

3:8 Kredit får beviljas av kreditmarknadsbolag endast om låntagaren på goda grunder kan förväntas fullgöra låneförbindelsen.

19

För hypoteksbolag gäller vidare att kredit utom i fall som anges i fjärde stycket får beviljas endast mot betryggande säkerhet i form av panträtt i fastighet, tomträtt eller bostadsrätt. Kredit får dock inte lämnas mot endast sådan säkerhet till den del säkerheten överstiger 75 % av värdet för fastigheten eller bostadsrätten.

Bestämmelser om betryggande säkerhet och om hur säkerheternas värde skall beräknas skall intas i bolagsordningen.

Hypoteksbolagets utlåning skall ges sådana villkor med avseende på löptid och räntebindning att en god balans kan upprätthållas med upplåningens villkor.

Hypoteksbolag får lämna kredit utan säkerhet när samfällighetsförening är låntagare och när någon av följande är låntagare eller svarar för lån på grund av borgen: staten, kommun, kommunalförbund eller andra kommunala samfälligheter, Sveriges Riksbank, svensk bank och försäkringsbolag med svensk koncession. Kredit får även beviljas utan säkerhet om det föreligger skäl att avstå från säkerhet i samband med åtgärder för skyddande av fordran.

Hypoteksbolag får placera upplånade medel endast i

1) kassa,

2) fordringar för vilka försäkringsföretag med svensk koncession ansvarar som borgensman samt fordringar för vilka svenska staten eller någon av de utländska stater som avses i 2 kap 10 § A4 bankrörelselagen, kommun,

20

kommunalförbund och andra kommunala samfällligheter, landstingskommun, kyrklig kommun, riksbank, riksgäldskontoret, svensk bank eller bank i någon av de utlandska stater som avses i 10 § B4 bankrörelselagen, postgirot eller annat hypoteksbolag ansvarar som gäldenär eller borgensman,

3) fordringar för vilka säkerheten utgörs av panträtt i fast egendom, tomträtt eller andelsrätt,

4) utlåning åt samfällighetsförening,

5) egendom som övertagits för skyddande av fordran.

SVENSKA BANKFÖRENINGEN

Ulla Lundquist

Gösta Fischer

Statens offentliga utredningar 1997

Kronologisk förteckning

1. Den nya gymnasieskolan – steg för steg. U.
2. Inkomstskattelag, del I-III. Fi.
3. Fastighetsdataregister. Ju.
4. Förbättrad miljöinformation. M.
5. Aktivt lönebidrag. Ett effektivare stöd för arbetshandikappade. A.
6. Länsstyrelsernas roll i trafik- och fordonsfrågor. K.
7. Byråkratin i backspegeln. Femtio år av förändring på sex förvaltningsområden. Fi.
8. Röster om barns och ungdomars psykiska hälsa. S.
9. Flexibel förvaltning. Förändring och verksamhetsanpassning av statsförvaltningens struktur. Fi.
10. Ansvaret för valutapolitiken. Fi.
11. Skatter, miljö och sysselsättning. Fi.
12. IT-problem inför 2000-skiftet. Referat och slutsatser från en hearing anordnad av IT-kommissionen den 18 december. IT-kommissionens rapport 1/97. K.
13. Regionpolitik för hela Sverige. N.
14. IT i kulturens tjänst. Ku.
15. Det svåra samspelet. Resultatstyrningens framväxt och problematik. Fi.
16. Att utveckla industriforskningsinstituten. N.
17. Skatter, tjänster och sysselsättning. + Bilagor. Fi.
18. Granskning av granskning. Den statliga revisionen i Sverige och Danmark. Fi.
19. Bättre information om konsumentpriser. In.
20. Konkurrenslagen 1993-1996. N.
21. Växa i lärande. Förslag till läroplan för barn och unga 6-16 år. U.
22. Aktiebolagets kapital. Ju.
23. Digital demokr@ti. Ett seminarium om Teknik, demokrati och delaktighet den 8 november 1996 anordnat av Folkomröstningsutredningen, IT-kommissionen och Kommunikationsforskningsberedningen. IT-kommissionens rapport 2/97. K.
24. Välfärd i verkligheten – Pengar räcker inte. S.
25. Svensk mat – på EU-fat. Jo.
26. EU:s jordbrukspolitik och den globala livsmedelsförsörjningen. Jo.
27. Kontroll Reavinst Värdepapper. Fi.
28. I demokratins tjänst. Statstjänstemannens roll och vårt offentliga etos. Fi.
29. Barnpornografifrågan. Innehavskriminalisering m.m. Ju.
30. Europa och staten. Europeiseringens betydelse för svensk statsförvaltning. Fi.
31. Kristallkulan – tretton röster om framtiden. IT-kommissionens rapport 3/97. K.
32. Följdlagstiftning till miljöbalken. M.
33. Att lära över gränser. En studie av OECD:s förvaltningspolitiska samarbete. Fi.
34. Övervakning av miljön. M.
35. Ny kurs i trafikpolitiken + bilagor. K.
36. Bekämpande av penningtvätt. Fi.
37. Ett tekniskt forskningsinstitut i Göteborg. U.
38. Myndighet eller marknad. Statsförvaltningens olika verksamhetsformer. Fi.
39. Integritet Offentlighet Informationsteknik. Ju.
40. Unga och arbete. In.
41. Staten och trossamfunden
    Rättslig reglering
    – Grundlag
    – Lag om trossamfund
    – Lag om Svenska kyrkan. Ku.
42. Staten och trossamfunden
    Begravningsverksamheten. Ku.
43. Staten och trossamfunden
    Den kulturhistoriskt värdefulla kyrkliga egendomen och de kyrkliga arkiven. Ku.
44. Staten och trossamfunden
    Svenska kyrkans personal. Ku.
45. Staten och trossamfunden
    Stöd, skatter och finansiering. Ku.
46. Staten och trossamfunden
    Statlig medverkan vid avgiftsbetalning. Ku.
47. Staten och trossamfunden
    Den kyrkliga egendomen. Ku.
48. Arbetsgivarpolitik i staten. För kompetens och resultat. Fi.
49. Grundlagsskydd för nya medier. Ju.
50. Alternativa utvecklingsvägar för EU:s gemensamma jordbrukspolitik. Jo.
51. Brister i omsorg
    – en fråga om bemötande av äldre. S.
52. Omsorg med kunskap och inlevelse
    – en fråga om bemötande av äldre. S.
53. Avskaffa reklamskatten! Fi.
54. Ministern och makten. Hur fungerar ministerstyre i praktiken? Fi.
55. Staten och trossamfunden. Sammanfattningarna av förslagen från de statliga utredningarna. Ku.
56. Folket som rådgivare och beslutsfattare. + Bilaga 1 och 2. Ju.
57. I medborgarnas tjänst. En samlad förvaltningspolitik för staten. Fi.
58. Personaluthyrning. A.
59. Svenskhemmet Voksenåsens förvaltningsform. Ku.
60. Betal-TV inom Sveriges Television. Ku.

Statens offentliga utredningar 1997

Kronologisk förteckning

61. Att växa bland betong och kojor.
Ett delbetänkande om barns och ungdomars uppväxtvillkor i storstädernas utsatta områden från Storstadskommittén. S.
62. Rosor av betong.
En antologi till delbetänkandet Att växa bland betong och kojor från Storstadskommittén. S.
63. Sverige inför epokskiftet.
IT-kommissionens rapport 5/97. K.
64. Samhall. En arbetsmarknadspolitisk åtgärd
+ Bilagedel. A
65. Polisens register. Ju.
66. Statsskuldspolitiken. Fi.
67. Återkallelse av uppehållstillstånd. UD.
68. Grannlands-TV i kabelnät. Ku.
69. Besparingar i stort och smått. U.
70. Totalförsvaret och frivilligorganisationerna
– uppdrag, stöd och ersättning. Fö.
71. Politik för unga.
+ 2 st bilagor. In.
72. En lag om socialförsäkringar. S.
73. Inför en svensk policy om säker elektronisk kommunikation. Referat från ett seminarium anordnat av IT-kommissionen, Närings- och handelsdepartementet och SEIS den 11 december 1996. IT-kommissionens rapport 6/97. K.
74. EU:s jordbrukspolitik, miljön och regional utveckling. Jo.
75. Bosättningsbegreppet. Skatterättsliga regler för fysiska personer. Fi.
76. Invandrare i vård och omsorg
– en fråga om bemötande av äldre. S.
77. Uppföljning av inkomstskattelagen. Fi.
78. Medelsförvaltning i kommuner och landsting. In.
79. Försäkringsmäklare. En lagöversyn av Försäkringsmäklarutredningen. Fi.
80. Reformerad stabsorganisation. Fi.
81. Allmännyttiga bostadsföretag.
+ Bilaga. In.
82. Lika möjligheter. In.
83. Om makt och kön – i spåren av offentliga organisationers omvandling. A.
84. En hållbar kemikaliepolitik. M.
85. Förmån efter inkomst – Samordnat inkomstbegrepp för bostadsstöden och nya kvalifikationsregler för rätt till sjukpenninggrundande inkomst. S.
86. Punktskattekontroll av alkohol, tobak och mineralolja, m.m. Fi.
87. Kvinnor, män och inkomster.
Jämställdhet och oberoende. A.
88. Upphandling för utveckling. N.
89. Handeln med skrot och begagnade varor. N.
90. Ändrad organisation för det statliga plan-, bygg- och bostadsväsendet. In.
91. Jaktens villkor – en utredning om vissa jaktfrågor. Jo.
92. Medieföretag i Sverige – Ägande och strukturförändringar i press, radio och TV. Ku.
93. Hantering av fel i utjämningssystemet för kommuner och landsting. In.
94. Konkurrensneutralt transportbidrag. N.
95. Forum för världskultur
– en rapport om ett rikare kulturliv. Ku.
96. Lokalförsörjning och fastighetsägande.
En utvärdering av statens fastighetsorganisation. F
97. Skydd av skogsmark. Behov och kostnader. M.
98. Skydd av skogsmark. Behov och kostnader.
Bilagor. M.
99. En ny vattenadministration. Vatten är livet. M.
100. Nya samverkansformer inom den sjöhistoriska museiverksamheten. Ku.
101. Behandling av personuppgifter om totalförsvarspliktiga. Fö.
102. Mat & Miljö. Svensk strategi för EU:s jordbruk i framtiden. Jo.
103. Rapport med förslag om sändningsorter. Ku.
104. Polis i fredens tjänst. UD.
105. Agenda 21 i Sverige.
Fem år efter Rio – resultat och framtid. M.
106. En fond för unga konstnärer. Ku.
107. Den nya gymnasieskolan
– problem och möjligheter. U.
108. Att lämna skolan med rak rygg – Om rätten till skriftspråket och om förskolans och skolans möjligheter att förebygga och möta läs- och skrivsvårigheter. U.
109. Myndighetsansvaret för transport av farligt gods. Fö.
110. Säkrare obligationer? Fi.

Statens offentliga utredningar 1997

Systematisk förteckning

Justitiedepartementet

Fastighetsdataregister. [3]
Aktiebolagets kapital. [22]
Barnpornografifrågan.
Innehavskriminalisering m.m. [29]
Integritet Offentlighet Informationsteknik. [39]
Grundlagsskydd för nya medier. [49]
Folket som rådgivare och beslutsfattare.
+ Bilaga 1 och 2. [56]
Polisens register. [65]

Utrikesdepartementet

Återkallelse av uppehållstillstånd. [67]
Polis i fredens tjänst. [104]

Försvarsdepartementet

Totalförsvaret och frivilligorganisationerna
– uppdrag, stöd och ersättning. [70]
Behandling av personuppgifter om
totalförsvarspliktiga. [101]
Myndighetsansvaret för transport av farligt gods [109]

Socialdepartementet

Röster om barns och ungdomars psykiska hälsa. [8]
Välfärd i verkligheten – Pengar räcker inte. [24]
Brister i omsorg
– en fråga om bemötande av äldre. [51]
Omsorg med kunskap och inlevelse
– en fråga om bemötande av äldre. [52]
Att växa bland betong och kojor.
Ett delbetänkande om barns och ungdomars
uppväxtvillkor i storstädernas utsatta områden från
Storstadskommittén. [61]
Rosor av betong.
En antologi till delbetänkandet Att växa bland
betong och kojor från Storstadskommittén. [62]
En lag om socialförsäkringar. [72]
Invandrare i vård och omsorg
– en fråga om bemötande av äldre. [76]
Förmån efter inkomst – Samordnat inkomstbegrepp
för bostadsstöden och nya kvalifikationsregler för
rätt till sjukpenninggrundande inkomst. [85]

Kommunikationsdepartementet

Länsstyrelsernas roll i trafik- och fordonsfrågor. [6]
IT-problem inför 2000-skiftet. Referat och slutsatser från
en hearing anordnad av IT-kommissionen den
18 december. IT-kommissionens rapport 1/97. [12]
Digital demokr@ti. Ett seminarium om Teknik,
demokrati och delaktighet den 8 november 1996
anordnat av Folkomröstningsutredningen, IT-
kommissionen och Kommunikationsforsknings-
beredningen. IT-kommissionens rapport 2/97. [23]
Kristallkulan – tretton röster om framtiden.
IT-kommissionens rapport 3/97. [31]
Ny kurs i trafikpolitiken + bilagor. [35]
Sverige inför epokskiftet.
IT-kommissionens rapport 5/97. [63]
Inför en svensk policy om säker elektronisk
kommunikation. Referat från ett seminarium anordnat av
IT-kommissionen, Närings- och handelsdepartementet
och SEIS den 11 december 1996.
IT-kommissionens rapport 6/97. [73]

Finansdepartementet

Inkomstskattelag, del I-III. [2]
Byråkratin i backspegeln. Femtio år av förändring på sex
förvaltningsområden. [7]
Flexibel förvaltning. Förändring och verksam-
hetsanpassning av statsförvaltningens struktur. [9]
Ansvaret för valutapolitiken. [10]
Skatter, miljö och sysselsättning. [11]
Det svåra samspelet. Resultatstyrningens framväxt
och problematik. [15]
Skatter, tjänster och sysselsättning.
+ Bilagor. [17]
Granskning av granskning.
Den statliga revisionen i Sverige och Danmark. [18]
Kontroll Reavinst Värdepapper. [27]
I demokratins tjänst. Statstjänstemannens roll och
vårt offentliga etos. [28]
Europa och staten. Europeiseringens betydelse för
svensk statsförvaltning. [30]
Att lära över gränser. En studie av OECD:s förvaltnings-
politiska samarbete. [33]
Bekämpande av penningtvätt. [36]
Myndighet eller marknad.
Statsförvaltningens olika verksamhetsformer. [38]
Arbetsgivarpolitik i staten.
För kompetens och resultat. [48]
Avskaffa reklamskatten! [53]
Ministern och makten.
Hur fungerar ministerstyre i praktiken? [54]
I medborgarnas tjänst.
En samlad förvaltningspolitik för staten. [57]
Statsskuldspolitiken. [66]

Statens offentliga utredningar 1997

Systematisk förteckning

Statens offentliga utredningar 1997

Systematisk förteckning

Politik för unga.
+ 2 st bilagor. [71]
Medelsförvaltning i kommuner och landsting. [78]
Allmännyttiga bostadsföretag.
+ Bilaga. [81]
Likamöjligheter. [82]
Ändrad organisation för det statliga plan-, bygg- och bostadsväsendet. [90]
Hantering av fel i utjämningssystemet för kommuner och landsting. [93]

Miljödepartementet

Förbättrad miljöinformation. [4]
Följdlagstiftning till miljöbalken. [32]
Övervakning av miljön. [34]
En hållbar kemikaliepolitik. [84]
Skydd av skogsmark. Behov och kostnader. [97]
Skydd av skogsmark. Behov och kostnader. Bilagor. [98]
En ny vattenadministration. Vatten är livet. [99]
Agenda 21 i Sverige.
Fem år efter Rio – resultat och framtid. [105]