



17. april 2018

## GRUND- OG NÆRHEDSNOTAT TIL FOLKETINGETS EUROPAUDVALG

**Kommissionens forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om udstedelse og særligt offentligt tilsyn med dækkede obligationer og om ændring af direktiv 2009/65/EC og direktiv 2014/59/EU og Kommissionens forslag til ændring af forordning om tilsynsmæssige krav til kreditinstitutter og investeringselskaber (CRR-forordningen), KOM (2018) 93 og KOM (2018) 94**

### 1. Resumé

*Kommissionen har den 12. marts 2018 fremsat forslag til dels et direktiv om udstedelse og særligt offentligt tilsyn med dækkede obligationer (covered bonds) og om ændring af direktiv 2009/65/EC og direktiv 2014/59/EU og dels et forslag til ændring af forordning om tilsynsmæssige krav til kreditinstitutter og investeringselskaber (CRR-forordningen). Forslagene skal ses som en samlet pakke.*

*Formålet med forslagene er at skabe et fælles harmoniseret grundlag for regulering af covered bonds i EU. Direktivforslaget specificerer kernelementer af covered bonds og skaber derved en definition, som kan benyttes på tværs af den finansielle regulering i EU. Dette indebærer også, at direktivet fastlægger de grundlæggende karakteristika ved covered bonds, det særlige tilsyn med udstedelsen af covered bonds, regler om betegnelsen europæiske covered bonds, samt krav til kompetente myndigheder inden for covered bonds området. Forordningsforslaget indebærer en ændring af CRR-forordningen, som skærper kravene for, hvornår covered bonds kan opnå kapitalmæssig fortrinsbehandling.*

*Regeringen støtter generelt formålet om at fastlægge et fælles harmoniseret grundlag for regulering af covered bonds i EU. Regeringen støtter den principbaserede tilgang i forslagene og minimumsharmoniseringen i form af et direktiv. Det er i den forbindelse positivt, at der er fundet en god balance mellem fleksibilitet til at rumme eksisterende nationale vel fungerende modeller, samtidig med at der fastlægges tilstrækkelig stramme kriterier for udstedelsen af covered bonds, så det fortsat kan være en effektiv og stabil finansieringskilde. Regeringen finder det afgørende, at det danske realkreditsystem kan bevares i sin nuværende udformning. Det danske realkreditsystem har historisk vist sig som en sikker og stabil finansieringskilde, hvorfor regeringen finder det meget positivt, at kernelementer i det danske realkreditsystem kan genfindes i forslagene.*

## **2. Baggrund**

Kommissionen har den 12. marts 2018 fremsat forslag til en fælles EU-ramme for udstedelsen og tilsynet med covered bonds (dækkede obligationer, f.eks. danske realkreditobligationer).<sup>1</sup> Forslaget indeholder konkret:

- 1) Et direktiv om udstedelse og særligt offentligt tilsyn med dækkede obligationer (covered bonds), med tilhørende ændringer af UCITS-direktivet og krisehåndteringsdirektivet (herefter direktivforslaget).<sup>2,3</sup>
- 2) Et forslag til ændring af forordning om tilsynsmæssige krav til kreditinstitutter og investeringsselskaber (CRR-forordningen) (herefter forordningsforslaget).<sup>4</sup>

Forslagene skal ses som en samlet pakke.

Direktivforslaget er fremsat med hjemmel i art. 53 og 114 i Traktat om Den Europæiske Unions Funktionsområde (TEUF). Forordningsforslaget er fremsat med hjemmel i art. 114 TEUF. Forslagene skal forhandles mellem Rådet og Europa-Parlamentet (Parlamentet) i den almindelige lovgivningsprocedure, jf. artikel 294 TEUF.

Forslagene indgår som del af handlingsplanen for kapitalmarkedsunionen (CMU), som er en samlebetegnelse for en lang række tiltag på det finansielle område i EU. Kapitalmarkedsunionen har til formål at skabe mere vel fungerende og integrerede kapitalmarkeder i EU og dermed vækst og beskæftigelse til gavn for borgere og virksomheder.

I dansk sammenhæng dækker termen covered bonds over følgende typer obligationer:

- Særligt dækkede obligationer (SDO) udstedt af et pengeinstitut, et realkreditinstitut eller Danmarks Skibskredit.
- Realkreditobligationer (RO) og særligt dækkede realkreditobligationer (SDRO) udstedt af et realkreditinstitut.
- Kasseobligationer (KO) eller skibskreditobligationer (SO) udstedt af Danmarks Skibskredit.

I dette notat dækker termen covered bonds over alle ovennævnte obligationstyper.

---

<sup>1</sup> En forklaring af opbygningen af det danske realkreditsystem kan findes i bilag 1.

<sup>2</sup> Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2009/65/EF af 13. juli 2009 om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter)

<sup>3</sup> Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/59/EU af 15. maj 2014 om et regelsæt for genopretning og afvikling af kreditinstitutter og investeringsselskaber

<sup>4</sup> Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 575/2013 af 26. juni 2013 om tilsynsmæssige krav til kreditinstitutter og investeringsselskaber og om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012

Kommissionen har afholdt en offentlig høring om covered bonds, som løb fra september 2015 til januar 2016. Ved Kommissionens offentlige høring støttede den danske regering en harmonisering af covered bonds reguleringen i EU i form af et direktiv, der bygger på grundelementer i velfungerende nationale covered bonds systemer, herunder dansk realkredit. Den danske regering ønskede en sådan harmonisering med henblik på kodificering af hensigtsmæssige regler vedr. eksempelvis likviditet, krisehåndtering, kapitalvægtning og lignende.

Kommissionens forslag baserer sig i vid udstrækning på anbefalinger i en rapport fra Den Europæiske Banktilsynsmyndighed (EBA), der blev offentliggjort i december 2016.<sup>5</sup> Rapporten vurderede den nuværende covered bonds regulering på EU-niveau, herunder behovet for at ændre reguleringen, så covered bonds også i fremtiden kan få den fordelagtige reguleringsmæssige behandling, som gælder i en række sammenhænge i dag.<sup>6</sup>

EBA-rapporten blev sendt til Kommissionen og Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (ESRB) til brug for det videre arbejde med en eventuel harmonisering af covered bonds reguleringen i EU. Danmark lever i overvejende grad op til anbefalingerne i EBAs rapport, som bl.a. indeholder forslag til, hvordan fremtidig harmonisering på covered bonds området kunne udmønte sig.

Hidtil har der været begrænset specifik regulering af covered bonds på EU-niveau. UCITS-direktivet indeholder en række overordnede krav til obligationer, og i forskellige EU-retsakter gives disse UCITS-obligationer en tilsvarende fortrinsbehandling. Denne fortrinsbehandling gælder for alle covered bonds. Dertil kommer, at EU-likviditetskravet for kreditinstitutter (LCR) indeholder yderligere krav til obligationer for at fastsætte, hvilken fortrinsbehandling, obligationerne kan opnå i LCR-sammenhænge.<sup>7</sup> Ikke alle covered bonds lever op til disse LCR-krav. Endelig indeholder CRR krav til SDOer og SDROer, som skal overholdes, hvis investorer omfattet af forordningen skal opnå en kapitalmæssig fortrinsbehandling.

Kommissionen foreslår, at direktivforslagets definition af covered bonds fremover skal erstatte den relevante tekst i UCITS-direktivet, hvorved direktivforslaget bliver fundamentet for reguleringen af covered bonds på

---

<sup>5</sup> <https://www.eba.europa.eu/-/eba-recommends-a-harmonised-eu-wide-framework-for-covered-bonds>

<sup>6</sup> Forud for 2016-rapporten havde EBA endvidere udarbejdet en rapport i 2014 om "best practice" på området i de enkelte EU-lande. Rapporten i 2014 havde til formål dels at afdække en række konkrete spørgsmål i relation til reguleringen og kapitalvægtningen af covered bonds i EU, dels at kortlægge best practice i de nationale covered bonds-reguleringer. Finanstilsynet deltog i EBAs arbejde.

<sup>7</sup> Kommissionens delegerede forordning (EU) 2015/61 af 10. oktober 2014 om supplerende regler til forordning (EU) 575/2013 (CRR) for så vidt angår likviditetsdækningskrav for kreditinstitutter

EU-niveau. Det betyder samtidig, at en række EU-retsakter, herunder CRR-forordningen og krisehåndteringsdirektivet (BRRD) fremover vil henvise til covered bonds direktivet i stedet for UCITS-direktivet.

### **3. Formål og indhold**

Formålet med forslagene er at skabe et fælles harmoniseret grundlag for regulering af covered bonds i EU. Kommissionen anfører, at forslagene vil bidrage til at udbrede brugen af covered bonds som en effektiv og stabil finansieringskilde for kreditinstitutter, særligt i lande hvor covered bonds markederne er mindre udviklede.

Forslagene bygger videre på tilgangen i EBAs rapport fra 2016. Således omfatter forslaget et trin 1 og et trin 2 om henholdsvis et direktivforslag og en tilpasning af CRR-forordningen. I EBAs rapport er der også en anbefaling til et trin 3 med et sæt frivillige anbefalinger, der omfatter de elementer, der ikke er en del af trin 1 og 2. Da anbefalinger ikke medtages i en direktiv eller en forordning, er trin 3 ikke med i det endelige forslag.

Direktivforslaget specificerer kernelementer af covered bonds og skaber derved en definition, som kan benyttes på tværs af den finansielle regulering i EU. Denne definition erstatter definitionen i UCITS-direktivet. Det indebærer også at fastlægge de grundlæggende karakteristika ved covered bonds, det særlige tilsyn med udstedelsen af covered bonds, regler om betegnelsen europæiske covered bonds, samt krav til kompetente myndigheder inden for covered bonds området. Forordningsforslaget indebærer en ændring af CRR-forordningen, som skærper kravene for, hvornår covered bonds kan opnå kapitalmæssig fortrinsbehandling.

Nedenfor gennemgås det væsentligste indhold i direktivforslaget henholdsvis ændringer i forordningen.

#### **Direktivforslaget**

##### *Obligationsejerens rettigheder, herunder betalingsforpligtigelse ved udsteders konkurs*

Det foreslås, at EU-landene skal fastsætte regler som sikrer, at investorerne har et retskrav mod instituttet, som har udstedt de pågældende covered bonds, samt at investorerne i tilfælde af instituttets konkurs eller afvikling har en fortrinsstilling til aktiverne i kapitalcenteret (se nedenfor) og et krav mod konkursboet. EU-landene kan desuden vælge at give investoren en fortrinsstilling mod særligt specialiserede kreditinstitutters konkursbo. Det fremgår af direktivforslaget, at et særligt specialiserede kreditinstitut er et institut, som udelukkende i henhold til lovgivningen yder realkreditlån og lån til den offentlige sektor finansieret med covered bonds. Institutet må ikke tage imod indlån. Dette svarer til danske realkreditinstitutternes virksomhedsområde.

Et kapitalcenter er en gruppe af aktiver, som ligger til sikkerhed for nogle nærmere angivne obligationer (covered bonds) henført til kapitalcenteret. I kapitalcentret er derudover en vis overdækning af midler, som i Danmark svarer til 8 pct. af de risikovægtede aktiver i kapitalcenteret (jf. nedenfor). Investorerne, som har købt covered bonds, har en særlig stilling i forhold til kapitalcentrets aktiver. Det betyder, at investorens krav i en konkurssituation som udgangspunkt dækkes af aktiverne i kapitalcenteret. Hvis ikke de opnår fuld dækning i kapitalcentret, er der sikret en fortrinsstilling eller et simpelt krav til aktiverne i konkursboet alt afhængig af instituttype.<sup>8</sup>

Det foreslås endvidere, at covered bonds ikke må forfalde ved det udstedende instituts afvikling eller konkurs. Obligationsinvestoren har således kun krav på betaling af renter og afdrag, som forskrevet i obligationsbetingelserne, og en konkurs ændrer ikke ved dette. Dette svarer til den nuværende retsstilling i Danmark.

#### Aktiver, som kan ligge til sikkerhed for covered bonds

Det foreslås, at der fastsættes fælles rammer på EU-niveau for de aktiver, der kan ligge til sikkerhed for covered bonds. De pågældende aktiver skal leve op til en række kriterier, som i praksis kendetegner fast ejendom. Kriterierne er:

- At aktiverne skal være af høj kvalitet. Herved forstås, hvad der allerede i dag er omfattet af CRR artikel 129, stk. 1, hvilket indebærer lån med pant i fast ejendom (både privat og erhverv) eller pant i skibe, eksponeringer mod kreditinstitutter i mindre omfang, samt fordringer på stater og centralbanker. Derudover er lån til offentlige virksomheder omfattet. Derudover kan EU-landene tilføje eller fjerne aktiver fra listen, forudsat at de har en høj kvalitet.
- At instituttets krav på pantet (f.eks. en fast ejendom) er sikret (f.eks. ved tinglysning), og at det er muligt at håndhæve kravet i alle relevante jurisdiktioner. Formålet hermed er at have en sikker og forudsigelig proces ved låntagers manglende betaling, således at instituttets krav på låntager reelt er sikret. Samtidig er obligationsejeren sikret ved at have en særlig stilling i forhold til krav på de underliggende aktiver i kapitalcenteret ved et instituts eventuelle konkurs, jf. ovenfor.
- At det er muligt at værdiansætte de underliggende aktiver til markedsværdi, hvis formål er at skabe sikkerhed om værdien af det sikrende aktiv.

#### Sammensætningen af kapitalcentre

---

<sup>8</sup> Kapitalcentre anvendes i nærværende notat som en fælles betegnelse for pengeinstitutters registre, skibsfinansieringsinstitutters kapitalcentre og realkreditinstitutters serier med seriereservefond eller gruppe af serier med fælles seriereservefond.

Det foreslås, at der fastsættes et generelt krav om at sikre en tilstrækkelig ensartethed af de underliggende aktiver i de enkelte kapitalcentre med særligt henblik på strukturelle egenskaber, lånets løbetid og aktivernes risikoprofil.

I Danmark er der tradition for, at udlån med pant i både privat- og erhvervsjendom kan ligge til sikkerhed i det samme kapitalcenter og derved for alle covered bonds udstedt fra samme kapitalcenter.

#### Brug af derivater

Det foreslås, at der fastsættes regler om derivatkontrakter i sikkerhedsgrundlaget for covered bonds, dvs. blandt andet i hvilket omfang derivater kan anvendes som sikkerhed bag covered bonds, og hvilken kvalitet modparten skal leve op til.<sup>9</sup> Derivatkontrakter skal kunne indgå i sikkerhedsgrundlaget, hvis de lever op til en række kriterier. Blandt andet skal de være indgået med det formål at begrænse risici, være direkte henførbare til et kapitalcenter, og det enkelte EU-land skal have fastsat kriterier for, hvem der må være derivatmodpart. Det er vurderingen, at kriterierne for brug af derivatkontrakter i sikkerhedsgrundlaget i overvejende grad opfyldes i den gældende danske regulering. Dog vil der kunne blive behov for at fastsættes yderligere krav i dansk ret til anvendelige derivatmodparter samt til kontraktindhold som følge af direktivet.

#### Koncernintern fælles funding

Det foreslås, at der gives mulighed for at fastsætte nationale regler, der sikrer muligheden for koncernintern fælles funding. Koncernintern fælles funding indebærer, at et kreditinstitut i en realkreditkoncern udsteder covered bonds til markedet på egne vegne og på vegne af et andet kreditinstitut i koncernen.

Denne særlige konstruktion har været mulig som følge af den hidtil gældende artikel 496 i CRR, som tillader, at et kreditinstitut udsteder særligt dækkede obligationer med sikkerhed i andre særligt dækkede obligationer udstedt af et koncernforbundet kreditinstitut (koncernintern fælles funding). Det betyder, at aktivet (lånet) forbliver hos det koncernforbundne kreditinstitut og ikke overdrages til det institut, der udsteder obligationer koncerneksternt. Kreditrisikoen på lånene forbliver i det långivende institut. Det udstedende institut får en fordring på det långivende institut. Denne fordring er en SDO-obligation, som giver det udstedende institut et privilegeret krav på det långivende institut (og dermed dets aktiver/lån).

Ordningen i direktivet erstatter den nuværende ordning i CRR, som ophæves med forordningsforslaget. Med direktivet stilles der krav om, at

---

<sup>9</sup> Et derivat er et finansielt instrument, hvis værdi afhænger af udviklingen i det underliggende aktiv – eksempelvis valuta eller renter.

SDO-obligationen udstedt af det långivende institut skal rates AAA, hvilket er et nyt krav.

Det långivende institut skal dermed have en SDO-licens og leve op til alle de krav, der stilles til SDO-udstedere.

#### Fælles funding

Det foreslås, at muligheden for at lave fælles funding med institutter uden for koncernen bevares i den form, det kendes i Danmark i dag.

I dag har pengeinstitutter således mulighed for at sælge banklån med pant i fast ejendom ("prioritetslån") til realkreditinstitutter, hvis lånet lever op til realkreditlovgivningens krav til realkreditlån. I dette tilfælde overtager realkreditinstituttet reelt finansieringen af lånet, som sker ved, at realkreditinstituttet udsteder særligt dækkede obligationer. Banken modtager et provenu fra realkreditinstituttet i form af likvide midler som betaling for lånet.

#### Forlængelse af covered bonds løbetid

Det foreslås, at EU-landene kan tillade, at der udstedes covered bonds, hvor obligationernes løbetid under visse betingelser kan forlænges. En sådan forlængelse af løbetiden er relevant i de situationer, hvor lånets løbetid er længere end løbetiden på de obligationer, der funder lånet (flekslån m.v.). Det er en betingelse, at forlængelsesmuligheden er baseret på en kontrakt eller regel, at kreditinstituttet ikke selv kan beslutte at forlænge løbetiden, og at obligationsejernes konkursretlige stilling ikke må forringes ved en forlængelse.

Kravene i direktivet vurderes umiddelbart at svare til den nuværende retsstilling i Danmark, hvor der i 2014 blev indført lovgivning om løbetidsforlængelse af covered bonds ("refinansieringsloven").

#### Dækning

Det foreslås, at kreditinstitutter skal opfylde en række dækningskrav. Det betyder grundlæggende, at investors krav er dækket af aktiver, hvori investor har en fortrinsstilling. Det er blandt andet et krav, at alle forpligtigelser knyttet til covered bonds skal være dækket af aktiverne i kapitalcenteret, at beregningen af dækningen skal sikre, at den nominelle værdi af alle aktiver i kapitalcenteret som et minimum svarer til værdien af det nominelle beløb af de udestående covered bonds ("nominelle krav"), samt hvilke aktiver der kan anvendes til beregningen.

Dette vurderes overordnet at svare til den nuværende retsstilling i Danmark. Dog er det uklart, om såkaldte "kontantlån" kan indeholdes i det nominelle krav. Ved kontantlån konverteres kurstabt til rentebetaling. Der er således en større obligationsmængde udstedt end nominalværdi af lånene.

### Likviditet

Det foreslås at indføre et likviditetskrav til institutter, der udsteder covered bonds. Likviditetskravet har til formål at sikre tilstrækkelig likviditet i perioder med likviditetsstress. Likviditetskravet sikrer en likviditetsbuffer til at dække netto udgående pengestrømme fra de udstedte obligationer i de kommende 180 kalenderdage.<sup>10</sup>

Det foreslås, at likviditetskravet ikke skal gælde for covered bonds, der er underlagt et match-funding krav, som det er tilfældet for danske realkreditobligationer, SDOer og SDROer med samme løbetid, som de realkreditlån de finansierer. I sådanne tilfælde vil likviditetsrisikoen være begrænset, hvorfor obligationen ikke omfattes af likviditetskravet.

Der foreslås endvidere en undtagelsesmulighed for obligationsstrukturer, hvor der eksisterer en ikke-diskretionær mulighed for at forlænge obligationens løbetid, som det f.eks. kendes fra den danske refinansieringslov. Ved sådanne strukturer kan EU-landene tillade, at beregningen af likviditetskravet (netto udgående pengestrømme) kan baseres på den ultimative udløbsdato for obligationen, altså den senest mulige udløbsdato efter eventuelle forlængelser. For kortere danske realkreditobligationer, SDOer og SDROer der finansierer længere realkreditlån og er underlagt refinansieringsloven vil dette indebære, at de kan blive betragtet som fuldt match-fundede og dermed undtaget fra likviditetskravet.

### Særligt offentligt tilsyn og cover pool monitor

Det foreslås, at EU-landene skal udpege nationale kompetente myndigheder, som skal sikre overholdelse af de nationale regler, som implementerer det endelige direktiv. Heriblandt skal de sikre, at kreditinstitutter, som udsteder covered bonds, registrerer alle transaktioner i forhold til deres covered bonds program og har passende dokumentationssystemer og processer. Det foreslås, at der fastsættes krav til det særlige offentligt tilsyn, herunder i forhold til tilladelsesprocessen for udstedelsen af nye covered bonds, overvågning af obligationsudstedelsen, samt krav til rapportering, ekspertise, ressourcer og kompetencer. Kravene til det særlige offentlige tilsyn vurderes umiddelbart opfyldt i forhold til Finanstilsynets allerede eksisterende kompetencer og hjemmelsgrundlag.

Det foreslås derudover, at EU-landene kan udpege en såkaldt cover pool monitor til overvågning af kapitalcentret. Dette er dog alene en valgmulighed. I forlængelse heraf foreslås de krav, som der i givet fald skal stilles til en cover pool monitor.

---

<sup>10</sup> Såfremt det udstedende institut er omfattet af andre europæiske likviditetskrav (som LCR), kan medlemsstaterne beslutte, at covered bonds likviditetskravet ikke skal gælde for samme periode som sådanne andre likviditetskrav. Dette er for at undgå overlappende likviditetskrav.



En cover pool monitor anvendes ikke i Danmark, hvor alle opgaver omkring tilsynet med realkreditinstitutter og pengeinstitutter m.fl., der udsteder covered bonds, er samlet i Finanstilsynet, hvilket fortsat vil være muligt.

Direktivforslaget fastsætter krav til tilsynet med institutter som Danmarks Skibskredit, der er på undtagelseslisten i forhold til CRR-forordningen og CRD (kapitalkravsdirektivet). Det er vurderingen, at Danmarks Skibskredit opfylder kravene, da instituttet er underlagt hovedparten af den finansielle regulering, samt er under Finanstilsynets tilsyn.

#### Covered bonds-register

De nationalt udpegede kompetente myndigheder skal på deres hjemmeside oplyse om nationale regler m.v. om covered bonds, opliste kreditinstitutter med tilladelse til at udstede covered bonds samt opliste covered bonds, som må anvende betegnelsen ”European Covered Bond”.

Der eksisterer i dag et register om SDOer og SDROer på Finanstilsynets hjemmeside. Kravene i direktivforslaget er dog mere omfattende, end det der er kendt i Danmark i dag.

#### Administrative sanktioner

Det foreslås, at der nationalt indføres administrative sanktioner, som skal være effektive, proportionale samt præventive.

#### **Forordningsforslaget**

Forordningsforslaget indeholder ændringer til CRR-forordningen, som indeholder de specifikke krav til covered bonds, der skal være opfyldt for at opnå en særlig kapitalmæssig lempelse, hvis man som investor investerer i covered bonds omfattet af CRR.

Det væsentligste element i disse ændringer er det nye krav om overkollateral. Dvs. yderligere aktiver, der skal ligge i et kapitalcenter til overdækning af en obligationsinvestors krav mod udsteder. Fremadrettet er det altså ikke tilstrækkeligt med et forhold nøjagtigt 1:1 mellem udstedte obligationer og underliggende aktiver. Der skal suppleres med yderligere aktiver til at sikre mod forskellige risici ved konstruktionen. Kravet sættes generelt til 5 pct. nominelt på de udstedte obligationer. Den nationale kompetente myndighed kan dog sætte et lavere krav om overkollateral, hvis beregningen af overkollateralkravet er baseret på aktivernes risikovægte (en risikobaseret tilgang) eller en model, hvor værdiansættelsen af aktiver er underlagt belåningsværdien (i Danmark anvendes ikke belåningsværdi, men markedsværdi). Kravet om overkollateral kan dog ikke blive lavere end 2 pct. nominelt.

I Danmark er der i dag ikke krav om overkollateral. Derimod er der et kapitalkrav for realkreditinstitutter, som også skal overholdes for hvert kapitalcenter. Det danske kapitalkrav er ikke et nominelt men et risiko-

vægtet krav. Det betyder konkret, at det danske kapitalkrav tager højde for hvor risikable aktiver, der er i det pågældende kapitalcenter. I dag kan midler brugt til at opfylde det risikovægtede kapitalkrav for realkreditinstitutter i kapitalcentre også bruges til at dække kravet om supplerende sikkerhed i samme kapitalcenter.

Derudover foreslås det præciseret, at lånegrænserne for lån skal være overholdt på enkeltlåneniveau gennem hele lånets løbetid. Det betyder, at institutterne løbende skal stille supplerende sikkerhed, hvis de ejendomme, som lånene har sikkerhed i, falder i værdi, og lånegrænserne derfor er overskredet. Det er kun den del af lånet (aktivet), som overholder lånegrænsen, der kan indgå i sikkerhedsgrundlaget for cover bonds. Dette er allerede et krav i Danmark.

#### **4. Europa-Parlamentets udtalelse**

Europa-Parlamentet har endnu ikke udtalt sig om forslaget. Europa-Parlamentet har dog givet udtryk for støtte til en europæisk ramme for regulering af covered bonds i deres egen-initiativrapport vedtaget i juli 2017.<sup>11</sup> Det er derfor forventningen, at Europa-Parlamentet generelt vil være positiv over for Kommissionens forslag.

#### **5. Nærhedsprincippet**

Kommissionen anfører, at hensigten med forslaget ikke i tilstrækkelig grad kan opfyldes af EU-landene, hvis de handler uafhængigt af hinanden, da der er behov for tiltag på EU-niveau med henblik på at etablere en fælleseuropæisk ramme for covered bonds. På den måde sikres det, at de strukturelle karakteristika for covered bonds er ensartede på tværs af EU, således at det er samme type produkter, som får samme fortrinsbehandling. Hertil er der behov for en fælles EU-ramme med henblik på at videreudvikle covered bonds i EU og støtte grænseoverskridende investeringer i tråd med kapitalmarkedsunionens formål.

Det er regeringens foreløbige vurdering, at forslaget er i overensstemmelse med nærhedsprincippet. Det vurderes at være væsentligt at sikre en fælleseuropæisk ramme i tråd med ovenfor nævnte formål, og at dette formål bedst kan opfyldes ved EU-regulering.

#### **6. Gældende dansk ret**

Der er i lov om finansiel virksomhed (FiL) fastsat regler om forskellige tilladelser, f.eks. instituttilladelse, tilladelse til at udstede SDOer og SDROer og tilladelse til fælles funding. FiL indeholder desuden sammen med CRR den generelle kreditinstitutregulering, hvor der også er regler om tilsyn med penge- og realkreditinstitutter, som udsteder covered bonds. Dette regelsæt gælder både for pengeinstitutter og realkreditinstitutter.

---

<sup>11</sup> Europa-Parlamentets beslutning af 4. juli 2017 om vejen mod en paneuropæisk ramme for særligt dækkede obligationer ([2017/2005\(INI\)](#))

Herudover gælder lov om realkreditlån og realkreditobligationer mv. (LRR) samt ca. 12 bekendtgørelser udstedt i medfør heraf for realkreditinstitutter.

LRR finder anvendelse på realkreditinstitutter, herunder deres realkreditobligationer, særligt dækkede realkreditobligationer, særligt dækkede obligationer og andre værdipapirer, og de realkreditlån, som ydes på grundlag heraf.

LRR og tilhørende bekendtgørelser regulerer detaljeret bl.a. sikkerheden ved realkreditlån, f.eks. løbetider, afdragsprofiler, lånegrænser, værdiansættelsesregler samt mulighed for forlængelse af obligationernes løbetid, kreditinstitutternes muligheder for at tage rente-, valutakurs-, likviditets- og optionsrisici i kapitalcentrene, hæftelsesforhold, konkursbehandling og tilsyn hermed.

Reguleringen af pengeinstitutters udstedelse af SDOer findes primært i FiL, men denne henviser i et vist omfang til reguleringen for realkreditinstitutter, herunder i LRR og i forhold til balanceprincip, værdiansættelse og lånegrænser. Det betyder, at der under hensyntagen til deres respektive forretningsmodeller i vid udstrækning gælder samme regler for SDO-udstedende pengeinstitutter og realkreditinstitutter i relation til covered bonds. Derudover er der fastsat regler om krisehåndtering for SDO-udstedende pengeinstitutter.

Det samme forhold er gældende for et skibsfinansieringsinstituts (Danmarks Skibskredit) udstedelse af obligationer, hvor der i vidt omfang i det specifikke reguleringsgrundlag herfor henvises til pengeinstitut- og realkreditreguleringen.

Øvrig mere traditionel kreditinstitutregulering som kapitaldækningsregler, solvensopgørelse, regnskabsaflægelse, ejerforhold og ledelse, virksomhedsområde, regler om god skik mv., tavshedspligt, midlers anbringelse, likviditet og genoprettelse fremgår af FiL og bekendtgørelser udstedt i medfør heraf.

Det fælleseuropæiske likviditetskrav (LCR) gælder for både penge- og realkreditinstitutter, og dermed også for danske udstedere af covered bonds.

Danmarks Skibskredit er underlagt lov om et skibsfinansieringsinstitut og bekendtgørelse om et skibsfinansieringsinstitut, som sætter hovedparten af den finansielle regulering i kraft for instituttet.

## **7. Konsekvenser**

### Lovgivningsmæssige konsekvenser

Ændringen af CRR-forordningen vil finde direkte anvendelse i Danmark. Dette kan indebære ændringen til national lovgivning, herunder bekendtgørelser.

Direktivet vil medføre ændringer i den gældende regulering af udstedere af cover bonds. Det er bl.a. regler om brug af derivater, koncernintern fælles funding, krav til dækning, likviditet og covered bonds registre, som vil medføre ændringer i FiL og LRR med tilhørende bekendtgørelser.

### Økonomiske konsekvenser

#### *Statsfinansielle konsekvenser*

Der er ikke umiddelbart statsfinansielle konsekvenser af forslaget.

#### *Samfundsøkonomiske konsekvenser*

I Danmark forventes der ikke væsentlige samfundsøkonomiske konsekvenser, da Danmark allerede har et velfungerende og sikkert realkredit-system. Samlet set på EU-niveau kan forslagene få positive samfundsøkonomiske konsekvenser i lyset af formålet om at udbrede brugen af covered bonds som en effektiv og stabil finansieringskilde for kreditinstitutter. Krav om overkollateral i SDO- og SDRO-kapitalcentre, hvis dette krav bliver højere end det gældende, kan medføre øgede omkostninger for institutterne, som alt andet lige vil medføre dyrere lån.

#### *Erhvervsøkonomiske konsekvenser*

Det må forventes, at udstedere af covered bonds vil have omkostninger i forbindelse med omstillingen til de nye regler. Derudover kan det have konsekvenser for udstederne, at de skal opfylde det nye krav om overkollateral i SDO- og SDRO-kapitalcentre, hvis dette krav bliver højere end det gældende krav eller ratingsselskabernes krav. Samtidig vil der alt andet lige være yderligere omkostninger, idet midler brugt til at opfylde det nye krav om overkollateral ikke samtidig kan bruges til at stille supplerende sikkerhed, sådan som det er tilfældet i Danmark i dag.

Det er forventningen, at for nærværende vil likviditetskravet ikke finde anvendelse på danske realkreditobligationer, da de grundlæggende opfylder match-funding kravet. Covered bonds, der ikke opfylder match-funding kravet og/eller er underlagt refinansieringsloven, vil ikke være undtaget for likviditetskravet, og det vil således medføre et øget likviditetsbufferkrav for det udstedende institut. Det vurderes i den forbindelse, at dette krav alene vil være gældende for pengeinstitutter og Danmarks Skibskredit, der har tilladelse til at udstede covered bonds.

## **8. Høring**

Forslagene har været i skriftlig høring i EU-Specialudvalget for den finansielle sektor med frist for bemærkninger den 26. marts 2018.

Nedenfor sammenfattes hovedindholdet af de indkomne hørings svar fra Nationalbanken, Finans Danmark, Landbrug & Fødevarer, og Forsikring & Pension.

#### Nationalbanken

Nationalbanken (NB) finder det positivt, at Kommissionen arbejder for et mere harmoniseret marked for covered bonds baseret på ensartede kriterier og standarder dog uden at gøre reglerne så strikse, at det går ud over diversiteten i velfungerende finansieringssystemer. NB påpeger, at harmoniseringen er en vigtig forudsætning for at skabe et fælleseuropæisk marked for covered bonds. NB anfører dog også, at der skal skabes klarhed om, at principperne om løbetidsforlængelse og danske realkreditobligationer kan fortsætte uændret under rammerne af den nye EU-lovgivning. NB finder hertil, at der i direktivforslaget peges mod, at modparter, som bruger derivater til afdækning af risici i kapitalcentre, har andenprioritet til kapitalcentrets aktiver - efter investorer i covered bonds - hvilket ikke vil være i overensstemmelse med den danske realkreditlov.

NB finder det overordnet set fornuftigt, at kreditinstitutter skal have overkollateral ift. de udestående covered bonds på 2-5 pct., og at det er positivt, at der tillades en risikobaseret tilgang. NB finder dog, at det skal præciseres, hvordan bufferen hænger sammen med andre krav, herunder kravet om supplerende sikkerhed.

#### Finans Danmark

Finans Danmark (FIDA) vurderer overordnet, at de to forslag rummer mange positive elementer. FIDA anfører, at forslagene er et rigtig godt udgangspunkt for etableringen af en fælles europæisk rammelovgivning for covered bonds. Det er positivt, at der lægges op til at fastholde covered bonds' høje kvalitet ved at anerkende specifikke typer af aktiver, der kan ligge til sikkerhed for obligationerne. Det er herudover positivt, at en række grundlæggende egenskaber ved covered bonds anerkendes, og at forslaget fastholder og præciserer et særligt offentligt tilsyn med udstedere af covered bonds. FIDA bakker derfor op om Kommissionens forslag, der er med til at understøtte og udbygge den stabile finansieringskilde, som covered bonds er.

FIDA anfører vigtigheden af at holde fast i anerkendelsen af både universalbankmodellen og specialbankmodeller, herunder dansk real- og skibskredit og de gode elementer, der ligger i forslagene, så covered bonds fortsat kan være en særligt sikker og stabil finansiering af meget høj kvalitet.

FIDA lægger vægt på, at hvis der skal stilles et krav i regulering om overkollateral, skal det være med baggrund i et risikobaseret krav og ikke et nominelt krav. FIDA finder det derfor positivt, at forordningsforslaget lægger op til, at den kompetente nationale myndighed kan fastsætte kravet til overdækning ud fra de faktiske risikovægte på aktiverne, dvs. en risikobaseret tilgang. FIDA anfører, at det er særlig vigtigt for danske re-

alkreditinstitutter, som ikke kan tilføre overkollateral med andre pantebreve, men må finansiere overkollateral -kravet med egen- eller fremmedkapital.

FIDA påpeger, at forslagets definition af overkollateral-kravet i kombination med dækningskravet og forordningens krav om løbende LTV-overholdelse for SDOer ser ud til at betyde, at udstedernes likviditetsberedskab til at stille supplerende sikkerhed for SDOer bliver reduceret. FIDA finder, at det skyldes, at de midler, der stilles som sikkerhed for kravet om overkollateral, ikke samtidigt kan anvendes til at dække kravet til supplerende sikkerhed. FIDA ser Kommissionens forslag på området som en skærpelse i forhold til den gældende danske praksis.

FIDA understreger vigtigheden af, at den danske refinansieringslov anerkendes, så der nationalt fortsat kan gives mulighed for at udstede covered bonds med mulighed for forlængelse af løbetiden.

FIDA fremhæver ligeledes vigtigheden af, at bestemmelserne for grandfathering sikrer, at covered bonds udstedt under de nuværende regler fortsat har status som covered bonds efter ikrafttrædelse af de nye regler. FIDA finder hertil, at af hensyn til likviditeten i obligationerne er det desuden vigtigt, at bestemmelserne udmøntes, så det er muligt at have både grandfathered covered bonds og covered bonds udstedt efter den nye regulering i samme covered bonds program eller kapitalcenter. FIDA ser hertil gerne, at bestemmelserne om grandfathering er så fleksible, at udsteder har mulighed for at reducere kompleksiteten og lade allerede udstedte covered bonds opfylde kravene i den nye regulering, dvs. både krav i direktivet og forordningen.

FIDA finder det positivt med adgangen til at anvende derivater i coverpool, og at der ikke sondres mellem koncerninterne og eksterne derivater, samt at udsteder kan vælge at anvende symmetriske og asymmetriske derivater. FIDA finder det vigtigt at holde fast i disse muligheder for at benytte derivater til risikoafdækning i en cover pool. FIDA lægger vægt på, at der ikke skal fastsættes en grænse nationalt for omfanget af derivater i cover poolen, som direktivforslaget giver EU-landene mulighed for at gøre.

#### Landbrug & Fødevarer

Langbrug & Fødevarer (LF) påpeger i deres høringssvar, at proportionalitet i forhold til den nationale lovgivning er væsentligt. LF opfordrer derfor til, at den nye lovgivning, der vil følge af direktivforslaget, ikke kommer til at ændre på de nuværende regler for långivning inden for realkreditsektoren (lånegrænser, LTV m.v.). LF ser hertil positivt på, at der i forslaget er lagt op til, at balanceprincippet i den danske realkreditsektor bibeholdes. Endelig er LF betænkelige ved begrebet ”European Covered Bonds”, hvor LF bemærker, at det f.eks. i USA er set, at når der blandes obligationer med forskellige sikkerhedsstillelser, kan der opstå fare. LF

opfordrer derfor til, at det nationale system opretholdes, således at hver obligationsudsteder fastholdes, og der ikke puljes obligationer på tværs af eksempelvis landegrænser.

### Forsikring & Pension

Forsikring & Pension (F&P) bakker op om, at Kommissionen skaber mere ensartede regler for udstedelse af covered bonds på tværs af landene og derved øger grundlaget for handel med covered bonds på tværs af landegrænser i EU. F&P finder det vigtigt, at realkreditobligationer fortsat er en ekstremt sikker og stabil finansieringskilde såvel som investeringsaktiver af meget høj kvalitet, hvilket forslagene efter F&Ps vurdering fortsat sikrer. F&P finder, at Kommissionens forslag til direktiv og forslaget om ændringer til CRR-forordningen er fornuftige og ikke vil have en negativ påvirkning på det danske marked for realkreditobligationer.

### **9. Generelle forventninger til andre landes holdninger**

EU-landene ventes generelt at støtte formålet med forslagene. Drøftelse af emnet i Rådsarbejdsgruppen Financial Stability Committee den 12. juli 2017 viste, at der var tale om et meget vigtigt emne for EU-landene og der var fokus på, at eksisterende velfungerende markeder ikke skal forstyrres. Særligt EU-lande med større covered bonds markeder ventes at have forskellige holdninger til indholdet af forslagene og udformningen af de konkrete krav, som ventes nærmere tilkendegivet i takt med de kommende forhandlinger.

### **10. Regeringens foreløbige generelle holdning**

Regeringen støtter formålet om at fastlægge et fælles harmoniseret grundlag for regulering af covered bonds i EU.

Regeringen støtter den generelle tilgang i forslagene og minimumsharmonisering i form af et direktiv, hvor det er positivt, at der er fundet en god balance mellem fleksibilitet til at rumme eksisterende nationale velfungerende modeller, samtidig med at der fastlægges tilstrækkeligt stramme kriterier for udstedelsen af covered bonds, så de fortsat kan være en effektiv og stabil finansieringskilde.

Regeringen finder generelt, at kerneelementerne i det danske realkreditsystem kan rummes af forslagene og dermed bevares, hvilket er af afgørende betydning for, at det danske realkreditsystem kan bestå som hidtil.

Regeringen finder det væsentligt, at tilgangen i forslagene bygger på balancen i den eksisterende regulering, hvor der skelnes mellem de covered bonds, som møder visse krav i direktivet, for at opnå fortrinsbehandling i EU-regulering, og de covered bonds, som møder yderligere krav i CRR-forordningen for at opnå en yderligere kapitalmæssig fortrinsbehandling for kreditinstitutter.

Regeringen finder det væsentligt, at kravene fastsættes i level 1 teksten, hvilket også er tilfældet i Kommissionens to forslag.

#### *Særlige konkursregler*

Regeringen støtter, at der fastlægges særlige konkursregler, hvor investorerne har et krav mod instituttet, som har udstedt de pågældende covered bonds, samt at investorerne i tilfælde af instituttets konkurs eller afvikling har en fortrinsstilling til aktiverne i kapitalcenteret og et krav mod konkursboet, hvilket er i overensstemmelse med reglerne i Danmark for realkreditinstitutter, hvor investoren endvidere har dobbelt fortrinsstilling.

#### *Aktiver som kan ligge til sikkerhed for covered bonds*

Regeringen finder det væsentligt, at der fastlægges tilstrækkelig strikse kriterier for, hvilke aktiver som kan ligge til sikkerhed for covered bonds, og at disse er af høj kvalitet. Regeringen finder det derfor positivt, at man viderefører den eksisterende tilgang i EU-reguleringen, hvor kriterierne for aktiver af høj kvalitet er de samme, som der allerede i dag er omfattet af CRR-forordningen artikel 129, stk. 1, heriblandt lån med pant i fast ejendom (både privat og erhverv) eller pant i skibe. I forlængelse heraf vil regeringen arbejde for, at denne tilgang fastholdes, og at disse aktiver fortsat kan danne grundlag for udstedelse af SDOer.

#### *Sammensætning af kapitalcentre*

Regeringen støtter, at der fastsættes et generelt krav om at sikre en tilstrækkelig ensartethed af de underliggende aktiver i de enkelte kapitalcentre, som samtidig rummer mulighed for, at udlån med pant i både privat- og erhvervsjendom kan ligge til sikkerhed i det samme kapitalcenter. Det vurderes, at danske realkreditlån er tilstrækkeligt ensartede givet, at den risikomæssige behandling, f.eks. lånegrænser af henholdsvis privat- og erhvervskunder, er indrettet efter risikoen ved den pågældende type kunde.

Det er endeligt vigtigt, at fordringer på kreditinstitutter og offentlige myndigheder kan blandes med andre aktiver, da de anvendes til at skabe fleksibilitet og fylde de enkelte kapitalcentre op, når f.eks. realkreditinstitutter etablerer lån, yder forhåndslån, konverterer lån, refinansierer låne, afdækker risici med derivater og stiller supplerende sikkerhed.

I løbet af forhandlingerne bør det afklares, om beregningen af dækningskrav kan indeholde en konstruktion som de danske kontantlån, hvor regeringen støtter, at kontantlån kan indeholdes i kravene.

#### *Brug af derivater*

Regeringen vil arbejde for, at der i løbet af forhandlingerne skabes klarhed om, at derivatmodparter kan være ligestillede med obligationsinvestorer i en konkurssituation, hvilket er tilfældet i dansk ret i dag.

#### *Fælles funding*



Regeringen støtter forpligtelsen til at fastsætte nationale regler, der sikrer muligheden for koncernintern fælles funding. Det vurderes væsentligt at sikre koncernintern fælles funding, som også benyttes på det danske real-kreditmarked. Regeringen støtter ligeledes, at forslaget fastholder muligheden for fælles funding med institutter uden for koncernen i den form, det kendes i Danmark i dag.

#### *Forlængelse af covered bonds løbetid*

Regeringen finder det væsentligt, at forslaget fastholder, at EU-landene kan tillade, at der udstedes covered bonds, hvor obligationernes løbetid under visse betingelser kan forlænges. Regeringen støtter, at betingelser for forlængelse af løbetider bør være afgrænsede og ikke--diskretionære.

#### *Overkollateral*

Regeringen lægger vægt på at fastholde muligheden for, at kravet om overkollateral for SDO og SDRO kan fastsættes ud fra en risikobaseret model. Regeringen finder, at et nominelt krav kan give incitament til en u hensigtsmæssig kapitalanvendelse til udlån af mindre sikker karakter, men med højere forventet afkast.

#### *Likviditetskrav*

Regeringen støtter, at likviditetskravene i forslaget tilgodeser match-funding-strukturer og ikke skal gælde for covered bonds, der er underlagt et match-funding krav, herunder covered bonds med løbetidsforlængelse.

#### *Særligt offentligt tilsyn*

Regeringen støtter, at der foreslås et særligt offentligt tilsyn med udstedelsen af covered bonds og finder det positivt, at det alene er en mulighed for EU-landene at udpege en cover pool monitor, hvor det i Danmark er Finanstilsynet, som fører tilsyn med kapitalcentre.

#### *Sanktioner*

Regeringen lægger vægt på, at EU-landene har valgmulighed mellem administrative og strafferetlige sanktioner.

#### *Overgangsbestemmelser*

Regeringen støtter, at der fastsættes tilstrækkelige bestemmelser om overgangsperioden (grandfathering) i forhold til covered bonds, som er udstedt før dette regelsæt finder anvendelse.

## 11. Tidligere forelæggelse for Folketingets Europaudvalg

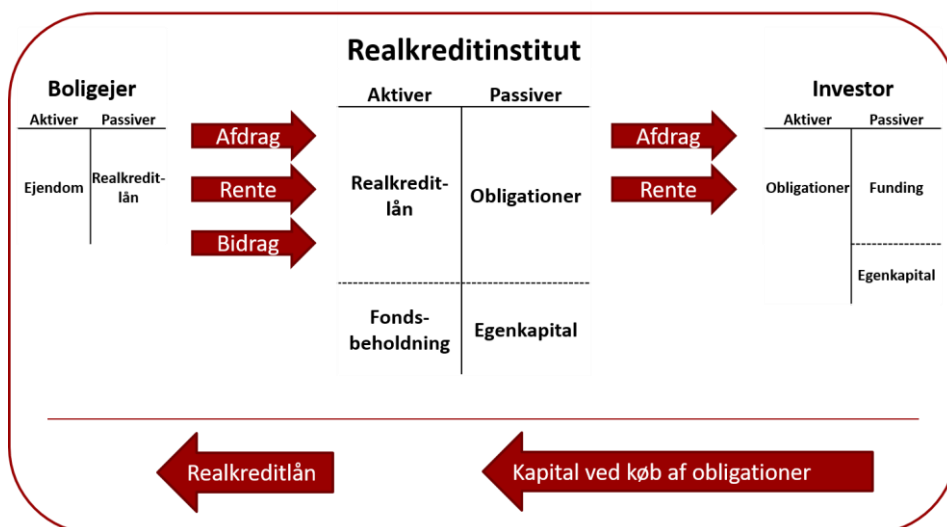
Forslaget har ikke tidligere været forelagt for Folketingets Europaudvalg.

### **Bilag 1: Det danske realkreditsystem**

Det danske realkreditsystem er af stor betydning for den danske økonomi. Omkring 60 pct. af det samlede udlån til borgere og virksomheder i Danmark stammer fra realkreditinstitutter. Karakteristika og kerneelementer i systemet er beskrevet nedenfor.

Danske realkreditinstitutter er detailreguleret i dansk lov og er desuden omfattet af EU-regulering for kreditinstitutter. Det betyder, at realkreditinstitutterne i dag har et meget snævert forretningsområde, hvor de er specialiserede kreditinstitutter, som finansierer lån med sikkerhedsstillelse i fast ejendom gennem udstedelse af obligationer. Figuren nedenfor illustrerer de overordnede pengestrømme i den danske realkreditmodel.

Figur 1: Pengestrømme i det danske realkreditsystem



Hovedparten af realkreditinstitutternes forretning følger det såkaldte match-funding-princip. Ved match-funding forstås, at der er et sammenfald (match) mellem pengestrømmene fra aktivet (udlånet) og passivet (obligationen), og at betalingen fra låntager sker forinden betalingen til obligationsejeren. Ligeledes er det klart defineret, hvilken obligation som funder et givet lån. Match-funding sikrer transparens i realkreditsystemet og muliggør, at låntager kan tilbagebetale deres lån til enhver tid, indtil lånet udløber. Indfrielse kan enten ske ved kurs pari, hvor lånet kan indfries til kurs 100, eller efter gældende markedspriser på de bagvedliggende obligationer knyttet til lånet. Indfrielsesmulighederne afhænger i sidste ende af lånevilkårene.

Et kernekrav til specialiserede danske realkreditinstitutter er balanceprincippet, som stiller krav til mulighederne for at tage rente-, valutakurs-, likviditets- og optionsrisici i kapitalcentrene. Balanceprincippet kræver, at forskellene mellem betalinger fra debitorsiden til kreditorsiden og omvendt i et realkreditinstitut, og risiciene som følger heraf, skal minimeres og holdes inden for strenge begrænsninger. Da der er en høj grad af sammenfald mellem betalingsstrømme mellem lånetager og obligationsinvestor i match-funding-modellen, er modellen en simpel og effektive metode til at observere de strenge begrænsninger i balanceprincippet. På grund af balanceprincippet er realkreditinstitutter primært udsat for kreditrisiko.

Realkreditinstitutter er yderligere sikret mod kreditrisiko ved, at de kun har tilladelse til at låne ud med sikkerhed i fast ejendom, offentlige myndigheder, eller mod en garanti fra offentlige myndigheder. Realkreditinstitutter må ikke engagere sig i andre aktiviteter, der er typiske for kreditinstitutter - eksempelvis at tage imod indlån fra kunder. Deres udlån er begrænset af lånegrænser og detaljerede ejendomsvurderingsregler. De maksimale lånegrænser ligger mellem 40-80 pct. af værdien af den faste ejendom afhængigt af typen af ejendom.

Hertil begrænser den danske refinansieringslov refinansieringsrisikoen. Refinansieringsrisiko opstår, hvis et låns løbetid er længere end løbetiden på den bagvedliggende funding. Refinansieringsloven har to 'triggere', som medfører en løbetidsforlængelse af obligationerne. Der kan ske løbetidsforlængelse i tilfælde, hvor en refinansieringsauktion mislykkedes, eller hvis refinansieringen kun kan gennemføres med en kraftig stigning i renten.

Realkreditinstitutter udsteder obligationer fra et kapitalcenter. Obligationerne er sikret via lån og andre aktiver, som er tilknyttet kapitalcenteret. Et realkreditinstitut har risikobaserede kapitalkrav for hvert kapitalcenter og for realkreditinstituttet i sin helhed. Hvert kapitalcenter er derfor kapitaliseret separat med adskilte konti. Nedenfor i figur 2 er kapitalcenterstrukturen illustreret.

Figur 2: Kapitalcenterstruktur

Kapitalcenter A		Kapitalcenter B		Kapitalcenter C		Instituttet i øvrigt	
Aktiver	Passiver	Aktiver	Passiver	Aktiver	Passiver	Aktiver	Passiver
Realkreditlån	Obligationer	Realkreditlån	Obligationer	Realkreditlån	Obligationer	Realkreditlån	Obligationer
-----		-----		-----		-----	
Fonds	Egenkapital	Fonds	Egenkapital	Fonds	Egenkapital	Fonds	Egenkapital

Ligeledes findes særlige konkursregler, som sikrer en ikke-tvungen og graderet afvikling af realkreditinstituttet. De særlige konkursregler sikrer, at investorerne har en fortrinsstilling til aktiverne i kapitalcenteret og i givet fald også et foranstillet krav mod konkursboet.

Det danske realkreditmarked er kendetegnet ved at have få, store institutter, som i langt hovedparten af tilfældene er identificeret som nationalt systemisk vigtige institutter (SIFI), eller indgår i en koncern, som er. I kraft af deres status som SIFI er realkreditinstitutterne dermed underlagt særlige krav ift. kapital, likviditet, governance, tilsyn og krisehåndtering.

Realkreditmarkedet i Danmark er et af de største i verden, både relativt til størrelsen af den danske økonomi og i absolutte tal. Danske realkreditinstitutters udlån udgjorde ultimo 2017 ca. 125 pct. af Danmarks BNP i 2017. På grund af bl.a. en lang tradition for at benytte covered bonds ift. eksempelvis likviditets- og markedsrisikohåndtering er det danske realkreditmarked fire gange større end det danske statsobligationsmarked.

Realkreditinstitutioner har historisk oplevet meget lave tab – også i perioder med økonomisk og finansielt stress på markederne. Siden 2008 har den årlige nedskrivning på tværs af sektoren ikke oversteget 0,2 pct. af det totale udlån. Ingen danske realkreditinstitutioner har gået konkurs og resulteret i tab for investorerne.

Studier fra den europæiske banktilsynsmyndighed (EBA) og Nationalbanken viser, at danske realkreditobligationer var ligeså likvide som AAA-ratede danske statsobligationer under den finansielle krise. Danske covered bonds er også behandlet som aktiver af højeste kvalitet i likviditetsforordningen (LCR).<sup>12</sup>

Strukturen for danske realkreditobligationer har sikret et marked med lav risiko såvel som lave renter.

---

<sup>12</sup> Kommissionens delegerede forordning (EU) 2015/61 af 10. oktober 2014 om supplerende regler til forordning (EU) nr. 575/2013 for så vidt angår likviditetsdækningskrav for kreditinstitutter