



## **GRUND- OG NÆRHEDSNOTAT TIL FOLKETINGETS EUROPAUDVALG**

21. juni 2018

### **Kommissionens forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om værdipapirer med sikkerhed i statsobligationer, KOM(2018) 339**

#### **1. Resumé**

*Kommissionen præsenterede den 14. maj 2018 forslag til forordning om værdipapirer med sikkerhed i statsobligationer, KOM(2018) 339. Formålet med forslaget er at skabe en lovgivningsmæssig ramme, der kan understøtte et marked for værdipapirer med sikkerhed i statsobligationer fra eurolandene (såkaldte SBBS'ere, "Sovereign Bond-Backed Securities"). Kommissionen ønsker på den måde at styrke den finansielle integration og den finansielle stabilitet. Forslaget sætter rammerne for, hvordan finansielle virksomheder kan udstede sådanne værdipapirer. Derudover foreslår Kommissionen ændringer i en række andre EU-retsakter, der har til formål at sikre, at værdipapirerne får samme lovgivningsmæssige behandling som de bagvedliggende aktiver (statsobligationer fra eurolandene).*

*Regeringen anerkender Kommissionens formål om at styrke den finansielle integration og den finansielle stabilitet men er ikke overbevist om, at udstedelse af værdipapirer med sikkerhed i statsobligationer i eurolandene er det rette instrument.*

#### **2. Baggrund**

Den finansielle og økonomiske krise i Europa viste, at banker i særligt eurozonen var sårbare over for den generelle økonomiske situation i det medlemsland, banken havde hovedsæde i. Det skyldes særligt, at bankernes beholdning af statsgældspapirer i vidt omfang var koncentreret i statsgældspapirer fra hjemlandet, hvorved forringelser i et medlemslands kreditværdighed førte til forværrede balancer i landets banker. I visse tilfælde skete dette i en sådan grad, at det var nødvendigt med statslige interventioner for at redde bankerne (bail-out), hvilket førte til yderligere forværrede statsfinanser. Dette forhold betegnes "bank-sovereign nexus".

Som opfølgning på den finansielle krise har man iværksat en række initiativer, der sigter på at styrke den finansielle stabilitet i EU og eurozonen, herunder etableringen af et fælles tilsyn og fælles afviklingsregime i det styrkede banksamarbejde (bankunionen), regler for håndtering af nødlidende banker og nye krav til bankernes kapitalisering, så de bedre kan modstå fremtidige

kriser. Disse initiativer har imidlertid ikke i særlig grad adresseret sammenhængen mellem bankerne og deres hjemlands økonomiske tilstand.

Samtidig har særligt de nye krav til bankernes kapitalisering og likviditet betydet større efterspørgsel efter såkaldt sikre aktiver, herunder statsgældspapirer med en høj kreditrating. Blandt andet stiller nye likviditetskrav højere krav til bankernes beholdning af højlikvide aktiver som statsgældspapirer med høj kreditrating, hvilket øger bankernes efterspørgsel efter disse statsgældspapirer. Udbuddet af statsgældspapirer med en høj kreditrating er imidlertid ikke steget, på trods af en stigning i den offentlige gæld i årene efter finanskrisen, idet flere sydeuropæiske landes statsgæld har en lavere kreditrating. Kommissionen vil derfor med sit forslag om værdipapirer med sikkerhed i statsobligationer (SBBS, ”Sovereign Bond-Backed Securities”) etablere rammerne for en markedsbaseret model, der dels kan skabe større diversificering i bankernes beholdning af statsgældspapirer, dels kan øge udbuddet af statsgældspapirer udstedt i euro med en høj kreditrating.

En SBBS er et værdipapir med sikkerhed i betalinger fra statsobligationer udstedt gennem en særlig juridisk enhed i form af en *Special Purpose Entity* (SPE). SPE’en køber statsgældsobligationer af finansielle virksomheder, og købet finansieres ved at udstede SBBS’ere til investorer.

Kommissionens forslag udspringer af en rapport udarbejdet af en højniveau-gruppe nedsat i regi af Det Europæiske Systemiske Risikoråd.<sup>1</sup> Arbejdsgruppen konkluderede, at en række forudsætninger var nødvendige for at skabe et marked for SBBS’er. Blandt andet fandt arbejdsgruppen, at SBBS’ere skulle behandles på samme måde i den finansielle regulering som de bagvedliggende statsgældspapirer for at være attraktive på markedet. Derfor indeholder Kommissionens forslag en række tilpasninger i den eksisterende EU-regulering rettet mod at sikre, at SBBS’er opnår samme status og samme behandling som statsgældspapirer.

Retsgrundlaget for forordningsforslaget er artikel 114 i Traktat om Den Europæiske Unions funktionsmåde (TEUF), idet hensigten er at styrke integrationen i det indre marked. Kommissionens forslag skal behandles og vedtages af Rådet og Europa-Parlamentet efter den almindelige EU-beslutningsprocedure i TEUF artikel 294, hvor Rådet træffer afgørelse med kvalificeret flertal.

### **3. Formål og indhold**

#### *SBBS-modellen*

---

<sup>1</sup> High-Level Task Force on Safe Assets: [https://www.esrb.europa.eu/pub/task\\_force\\_safe\\_assets/html/index.en.html](https://www.esrb.europa.eu/pub/task_force_safe_assets/html/index.en.html)

Formålet med forslaget er at skabe en markedsbaseret udvikling af værdipapirer med sikkerhed i statsgældsobligationer (SBBS'ere). I forslaget fastsættes der således regler for sammensætningen af statspapirer i SBBS'ere samt tilsyns- og rapporteringsbestemmelser herfor. Derudover foreslås en række ændringer i eksisterende retsakter, der har til formål at sikre samme lovgivningsmæssige behandling af SBBS'ere som for statsgældspapirer.

Modellen går ud på at sælge statsgældspapirer ind til en SPE. Købet af disse papirer finansieres ved, at den særlige juridiske enhed udsteder værdipapirer med sikkerhed i og betalinger fra de købte statsgældspapirer. Balancen i en SPE vil således bestå af statsgældsobligationer på aktivsiden og udstedte SBBS'ere på passivsiden.

Risikoen på statsgældspapirerne deles op i flere trancher, hvor den efterstillede tranche (juniortranchen) af de udstedte værdipapirer tager tab først, mens den foranstillede tranche (seniortranchen) af værdipapirer tager tab til sidst. På denne måde er hensigten at skabe et marked for værdipapirer med sikkerhed i en pulje af blandende statsobligationer, hvor seniortranchen forventes at have en lav risiko. Tanken er, at det formentlig vil betyde en større geografisk spredning af risikoen for statsgældspapirer på tværs af euro-landene, såfremt markedet kommer til at fungere.

Kommissionen foreslår, at SBBS'ernes bagvedliggende portefølje alene skal bestå af statsgældspapirer fra eurolande. På den måde indeholder den bagvedliggende portefølje ingen valutarisiko. Samtidig foreslår Kommissionen, at fordelingen af statsgæld i den bagvedliggende portefølje skal følge fordelingsnøglen for de nationale euro-centralbankers bidrag til ECB's kapital. Det skyldes, at denne fordelingsnøgle fungerer som rettesnor for medlemslandenes størrelser og økonomiske betydning.

Konkret foreslår Kommissionen, at en SBBS-udstedelse skal ske i mindst to trancher med følgende krav til sammensætning:

- En seniortranche, der skal udgøre 70 pct. af den nominelle værdi af den samlede udstedelse af statsobligationer.
- En (eller flere) efterstillede juniortrancher, der yder beskyttelse til seniortranchen ved at tage de første tab.

Da den efterstillede tranche skal "beskytte" seniortranchen, vil papirerne i seniortranchen have meget lav risiko. Udstederen (SPE'en) kan selv konstruere den eller de efterstillede trancher, så det giver den bedste pris og passer til forskellige investortyper. Den yderste (mest efterstillede) tranche skal imidlertid være på mindst 2 pct. af den nominelle værdi af den samlede udstedelse. Da seniortranchen skal udgøre 70 pct., vil juniortranchen imidlertid skulle udgøre 30 pct., hvis der kun er to trancher. Hvis der er mere end to trancher, vil seniortranchen stadig skulle udgøre 70 pct., mens juniortranchen kan udgøre ned til 2 pct. afhængig af størrelsen af den eller de øvrige trancher.

Kommissionen foreslår, at sammensætningen af den bagvedliggende portefølje af statsgæld under to særlige betingelser kan ændres for fremtidige udstedelser af SBBS'er. Dvs. at der er to tilfælde, hvor ECB-fordelingsnøglen kan fraviges. For det første i tilfælde af, at et medlemslands udstedelse af statsgæld er væsentligt begrænset som følge af et mindre behov for offentlig gæld, og der derfor ikke er statsgældspapirer at købe. For det andet i særlige tilfælde, hvor ugunstige markedsudsving forstyrrer et medlemslands eller EU's marked for statsgæld væsentligt, og der derfor er behov for en mindre seniortranche for at fastholde den lave risiko og høje kvalitet. Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (ESMA) får til opgave at overvåge, hvorvidt disse betingelser er til stede og informere Kommissionen herom. I disse tilfælde kan Kommissionen beslutte at tillade ændringer i porteføljesammensætningen ved en gennemførelsesretsakt. Kommissionen får ligeledes bemyndigelse til at fastslå, at betingelserne ikke længere er til stede ved en gennemførelsesretsakt.

Kommissionen foreslår videre, at udstedelse af SBBS'ere skal ske gennem en særskilt SPE, der alene har som aktivitet at udstede SBBS'ere. SPE'en køber statsgældspairerne fra banker eller andre finansielle virksomheder, hvilket skal sikre, at investorerne er beskyttet mod konkurs hos den finansielle virksomhed, der oprindeligt købte statsgældspapirerne. Forslaget indeholder en række krav om, hvilke aktiviteter SPE'en kan udføre for at sikre SBBS-udstedelsen og investorerne, samt forslag om kontrol og sanktioner i tilfælde af brud på kravene, herunder bødestraf på op til ca. 35 mio. kr. (5 mio. euro) eller det dobbelte af gevinsten ved brud på reglerne.

#### *Tilsyn og overvågning*

Det foreslås, at medlemsstaterne skal udpege en eller flere nationale myndigheder, der får ansvar for at føre tilsyn med udstedelsen af SBBS'ere, og at denne myndighed har de fornødne værktøjer til at føre et betryggende tilsyn. Derudover indeholder forslaget krav om, at nationale tilsynsmyndigheder også på dette område samarbejder om grænseoverskridende tilsynsopgaver. ESMA får til opgave at koordinere samarbejdet.

ESMA tildeles ligeledes en række kompetencer og opgaver, idet den udstedende SPE skal notificere ESMA om en forestående udstedelse af SBBS'er senest en uge før udstedelse. ESMA skal føre et offentligt register over alle SBBS-udstedelser, herunder også eventuelle overtrædelser af reglerne. ESMA får til opgave nærmere at definere format og indhold i notifikationen, ligesom ESMA får mandat til nærmere at definere visse informations- og samarbejdsbestemmelser. Endelig får det Europæiske Systemiske Risikoråd (ESRB) til opgave at overvåge markedsudviklingen for SBBS'ere.

#### *Justering i andre retsakter*

Forslaget indeholder også justeringer i UCITS-direktivet, kapitalkravsforordningen (CRR), solvens II-direktivet og direktiv om arbejdsmarkedsrelaterede pensionskassers aktiviteter og tilsynet hermed (IORP).

Ændringerne skal sikre, at SBBS'er får samme behandling som de bagvedliggende finansielle instrumenter (dvs. statsgældspapirerne). Statsgæld udstedt af et EU-medlemsland er generelt betragtet som et næsten-risikofrit og højlikvidt finansielt aktiv. Statsobligationer er derfor omfattet af lempelig behandling i EU-reguleringen, hvor hovedreglen er, at der ikke stilles kapitalkrav til EU-landes statsgæld, uanset kreditvurdering. Kommissionen anfører, at det er nødvendigt at give SBBS'er samme lempelige behandling for at skabe grundlaget for udviklingen af et europæisk marked for SBBS'ere. Med de foreslåede ændringer vil både seniortranchen og den efterstillede tranche få samme regulatoriske behandling som statsgæld udstedt af et EU-land, herunder blandt andet en nulvægtning i kapitalopgørelsen.

#### **4. Europa-Parlamentets udtalelser**

Europa-Parlamentet er medlovgever på Kommissionens forslag og har endnu ikke vedtaget sin holdning.

#### **5. Nærhedsprincippet**

Kommissionen anfører, at de lovgivningsmæssige tilpasninger, der er nødvendige for at muliggøre etableringen af SBBS'ere, er fastlagt i en række EU-retsakter, hvorfor det er nødvendigt med EU-regulering for at ændre disse retsakter. Derudover finder Kommissionen, at der er behov for harmoniserede regler for SBBS'er på tværs af EU, da nationale løsninger ikke ville kunne sikre den nødvendige likviditet til, at SBBS'ere kan blive et brugbart instrument.

Det er regeringens foreløbige vurdering, at forslaget er i overensstemmelse med nærhedsprincippet.

#### **6. Gældende dansk ret**

SBBS'ere vil være et nyt finansielt instrument og er således på nuværende tidspunkt ikke reguleret i dansk ret.

#### **7. Konsekvenser**

##### *Lovgivningsmæssige konsekvenser*

Der er tale om et forordningsforslag, der vil være direkte gældende i Danmark. Forslaget stiller imidlertid krav om, at medlemslandene skal udpege en myndighed med ansvar for at føre tilsyn med SBBS'er. Da SBBS'er vil være et nyt finansielt instrument, vil dette kræve ændring i Lov om finansiell virksomhed, hvor Finanstilsynet tildeles denne kompetence.

I det omfang forslaget ændrer i andre EU-direktiver, vil der ligeledes være behov for ændringer af de danske love, der implementerer disse direktiver. Det drejer sig om

- UCITS-direktivet, hvor gennemførelse af forslaget vil medføre behov for at foretage ændringer i Lov om investeringsforeninger m.v.
- IORP-direktivet, hvor gennemførelse af forslaget vil medføre behov for at foretage ændringer i primært Lov om tilsyn med firmapensionskasser.
- SOLVENS II-direktivet hvor gennemførelse af forslaget vil medføre behov for ændringer i bekendtgørelse om opgørelse af solvenskapitalkravet ved anvendelse af standardformlen for gruppe-1 forsikringsselskaber m.v.

#### Økonomiske konsekvenser

##### *Statsfinansielle konsekvenser*

Forslaget forventes ikke at have direkte statsfinansielle konsekvenser.

##### *Samfundsøkonomiske konsekvenser*

Forslaget har til formål at styrke den finansielle stabilitet i Europa og kan ifølge Kommissionen i forlængelse heraf have positive samfundsøkonomiske konsekvenser, da finansiell stabilitet er en forudsætning for vækst og beskæftigelse. Det vurderes dog ikke velbegrunder, at forslaget opnår dette formål.

##### *Erhvervsøkonomiske konsekvenser*

Forslaget forventes ikke at medføre erhvervsøkonomiske konsekvenser, idet der er tale om et instrument, som de finansielle virksomheder frit kan vælge at benytte sig af eller lade være. Der er således tale om et frivilligt instrument.

##### Andre konsekvenser og beskyttelsesniveauet

Forslaget forventes ikke at have konsekvenser for beskæftigelsen, arbejdsmarkedet, forbrugere, ligestilling, miljø eller sundhed i Danmark.

#### **8. Høring**

Forslaget har været i høring i EU-specialudvalget for den finansielle sektor med høringsfrist den 8. juni 2018. Der er ikke modtaget hørings svar i forbindelse med høringen.

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

Andre landes holdninger kendes endnu ikke. Der forventes imidlertid at være meget udbredt skepsis over for behovet for en forordning, der muliggør udstedelsen af SBBS'er.

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

Regeringen anerkender Kommissionens formål om at styrke den finansielle integration, sikre den finansielle stabilitet i EU og målet om at bryde linket mellem banker og stater. Regeringen er imidlertid ikke overbevist om, at udstedelse af relativt komplekse værdipapirer med sikkerhed i statsobligationer er det rette instrument. Det skyldes, at det vurderes tvivlsomt, om forslaget vil understøtte den finansielle stabilitet i Europa, herunder i forhold til at bryde linket mellem stater og banker.

Regeringen finder derfor, at det indledningsvist bør drøftes grundigt, om der overhovedet er behov for SBBS'er. I drøftelserne bør bl.a. indgå overvejelser om, hvilken påvirkning udviklingen af et marked for SBBS'er vil have på likviditeten i markedet for statsgældspapirer.

Regeringen finder generelt, at tiltag der har for mål at styrke Den Økonomiske og Monetære Union (ØMU) bør være åbne for ikke-eurolande. Såfremt de videre analyser viser, at der er behov for SBBS'er, vil der derfor blive taget stilling til, hvorvidt det ville være fordelagtigt, at den bagvedliggende portefølje af statsgæld ikke alene indeholder statsgæld fra eurolande, men også fra EU's øvrige medlemslande.

I en sådan situation, hvor der arbejdes videre med SBBS'ere vil regeringen endvidere arbejde for, at SBBS'ens seniortranche og efterstillede trancher ikke får samme risikoklassifikation, idet der grundlæggende er stor forskel på sikkerheden i de to trancher. Det er generelt den danske holdning, at kapitalkrav skal afspejle den faktiske risiko på et aktivt, hvilket ikke vil være tilfældet, hvis seniortranchen og den efterstillede tranche får samme risikoklassifikation.

Angående sanktioner lægger regeringen vægt på, at EU-landene har valgmulighed mellem administrative og strafferetlige sanktioner, hvilket også er tilfældet i Kommissionens forslag.

#### **11. Tidligere forelæggelse for Folketingets Europaudvalg**

Forslaget har ikke tidligere været forelagt for Folketingets Europaudvalg.