

---

FOLKETINGET



## Europaudvalget og Erhvervsudvalget

### EU-konsulenten

**Til:** Udvalgenes medlemmer  
**Dato:** 7. september 2018

Kontaktperson:  
Martin Jørgensen  
Lokalnr: 3622

### Værdipapirer med sikkerhed i statsobligationer (SBBS)

#### **Sammenfatning**

Gældskrisen har vist, at forbindelsen mellem banker og stater kan være med til at true den finansielle stabilitet i euroområdet. Tendensen forstærkes af, at banker typisk har større beholdninger af hjemlandets statsobligationer. Skærpede kapitalkrav til banksektoren har samtidig øget efterspørgslen efter sikre lavrisikoalternativer til statsobligationer.

Kommissionen ønsker derfor med en ny type af værdipapirer baseret på euro-landenes statsobligationer at bidrage til en større spredning af bankernes investeringer i statsobligationer. Det forudsætter dog, at de nye værdipapirer får samme status som statsobligationer med hensyn til risiko og likviditet, hvilket kræver ændringer i en række EU-retsakter.

Det er dog ikke alle, der deler Kommissionens vurdering af nødvendigheden og levedygtigheden af denne type alternative værdipapirer.

#### **Indledning**

Kommissionen har den 24. maj 2018 fremsat et forslag<sup>1</sup>, som skal sikre rammerne for en ny type af værdipapirer med sikkerhed i en underliggende pulje

---

<sup>1</sup> [KOM \(2018\) 0339](#): Forslag til forordning om værdipapirer med sikkerhed i statsobligationer.

af eurolandenes statsobligationer. Værdipapirerne er tænkt som et alternativ til primært bankernes<sup>2</sup> investeringer i hjemlandets egne statsobligationer.

Forslaget er derfor også led i opbygningen af bankunionen og udspringer bl.a. af Kommissionens refleksionspapir fra maj 2017 om udbygning af ØMU'en<sup>3</sup> samt Kommissionens meddelelse fra oktober 2017 om bankunionen<sup>4</sup>. Værdipapirerne nævnes her som et muligt skridt til fuldførelsen af bankunionen og fremme af kapitalmarkedunionen.

Kommissionens forslag trækker også på en større analyse fra Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (ESRB)<sup>5</sup>. ESRB kommer frem til, at der kan være et marked for denne type værdipapirer, hvis reguleringsvilkårene sikrer en tilstrækkelig stor base af investorer.

## Formål

Formålet med forslaget er at fjerne reguleringsmæssige hindringer for dannelse af et marked for værdipapirer med sikkerhed i statsobligationer.

Dermed vil den nye type af værdipapirer blive sidestillet med statsobligationer hvad angår kreditrisiko og likviditet, hvilket har betydning for bankernes efterlevelse af bl.a. EU's kapitalkrav. Det vil gøre det muligt for bankerne at få en større spredning på deres beholdninger af statsobligationer. Det vil samtidig ifølge Kommissionen reducere bankernes tendens til at holde uforholdsmæssigt store beholdninger af hjemlandets egne statsobligationer<sup>6</sup>, hvilket kan være med til at bryde forbindelsen mellem stater og banker, som var en medvirkende årsag til gældskrisen<sup>7</sup>.

---

<sup>2</sup> Øvrige investorer kan være forsikringsselskaber og pensionskasser m.f.

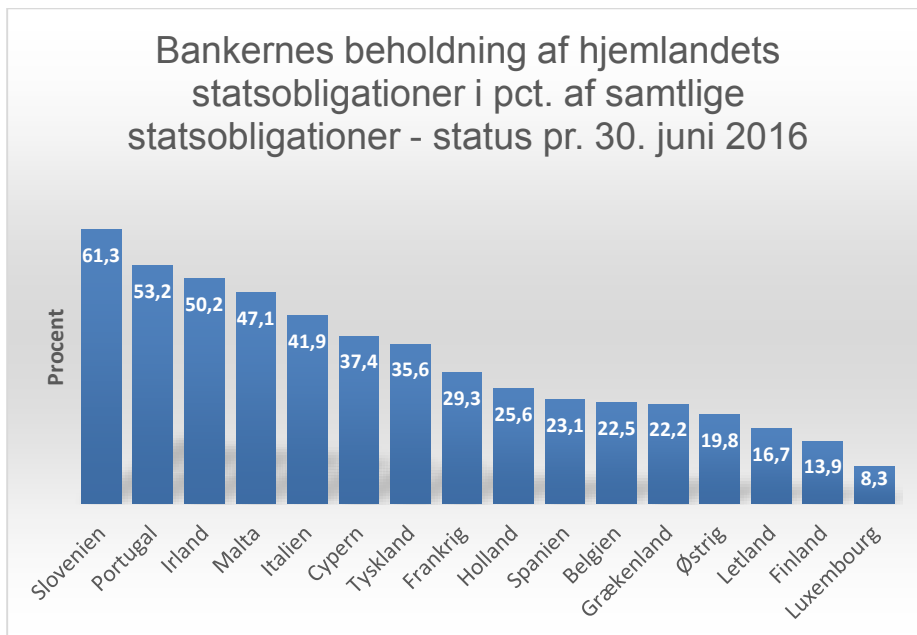
<sup>3</sup> [KOM \(2017\) 0291](#): Oplæg om en dybere økonomisk og monetær union.

<sup>4</sup> [KOM \(2017\) 0592](#): Om fuldførelse af bankunionen.

<sup>5</sup> [ESRB High-Level Task Force on Safe Assets](#): Sovereign bond-backed securities: a feasibility study, January 2018.

<sup>6</sup> Den såkaldte home bias kan bl.a. måles som forskellen mellem eurolandets beholdning af nationale statsobligationer og landets andel af kapitalindskuddet i ECB (ECB-kapitalnøglen).

<sup>7</sup> Omfanget af den såkaldte spillover fra banker til stater afhænger bl.a. af størrelsen på bankernes balancer, strukturen af passiverne samt beholdningen af misligholdte lån.

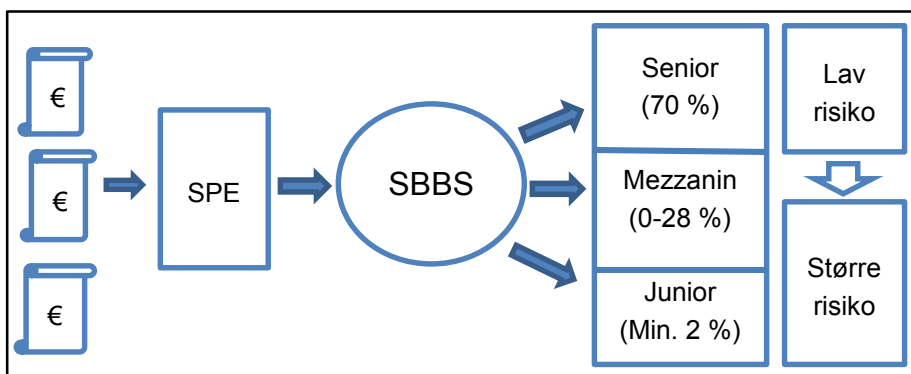


Kilde: Europa-Kommissionens konsekvensanalyse ([SWD\(2018\) 252](#)).

Ifølge Kommissionen kan det altså føre til en større stabilitet i euroområdet og styrkelse af bankunionen. De nye værdipapirer kan også være med til at øge udbuddet af værdipapirer i euro med en lav risiko, som er velegnet til grænseoverskridende investeringer.

#### Værdipapirer med sikkerhed i statsobligationer (SBBS)

Værdipapirer med sikkerhed i statsobligationer, eller forkortet SBBS efter den engelske betegnelse "sovereign bond-backed securities", er, som navnet antyder, en særlig form for værdipapirer, der udformes med sikkerhed i en underliggende pulje af eurolandenes statsobligationer.



Figur: SBBS-konstruktionen

#### **Er SBBS'er og euroobligationer det samme?**

Nej, der er en væsentlig central forskel. SBBS'er udbydes af private på baggrund af eurolandenes statsobligationer, hvorimod tanken bag euroobligationer er en fælles udstedelse af statsobligationer eurolandene imellem. Det er altså staterne, der udbyder euroobligationerne i fællesskab og dermed også deler kreditværdighed og gældsudstedelse.

Ideen er, at en særlig privat enhed (SPE: Special Purpose Entity<sup>8</sup>) opkøber eurolandenes statsobligationer, og med sikkerhed i en fast sammensætning af statsobligationerne udsteder værdipapirer med forskellige grader af risiko (trancher). Den sikreste tranche med den laveste risiko kaldes seniortranchen, og den mest udsatte tranche, der først tager evt. tab på den underliggende portefølje af statsobligationer, kaldes for juniortranchen. Der kan også være trancher mellem senior- og juniortrancherne (mezzanintrancher).

For at opnå en tilstrækkelig sikkerhed og lav risiko for seniortranchen er der i Kommissionens forslag krav til den nominelle minimumsstørrelse af juniortranchen samt størrelsen af seniortranchen i de udstedte SBBS'er. Seniortranchen skal have en udestående nominel værdi på 70 pct. af hele SBBS-udstedelsens udestående værdi<sup>9</sup>. Hvis der også er mellemliggende trancher, skal juniortranchens nominelle værdi som minimum være på 2 pct. af hele SBBS-udstedelsens udestående nominelle værdi.

Afkastet til investorerne kommer altså fra afkastet af de underliggende statsobligationer. Juniortrancherne vil have et højere afkast end seniortrancherne, da denne tranche som nævnt vil bære eventuelle tab først og derfor har en større grad af risiko.

For at et værdipapir kan kalde sig en SBBS og blive omfattet af forslaget bestemmelser, skal en række produktkrav være opfyldte. Det drejer sig bl.a. om:

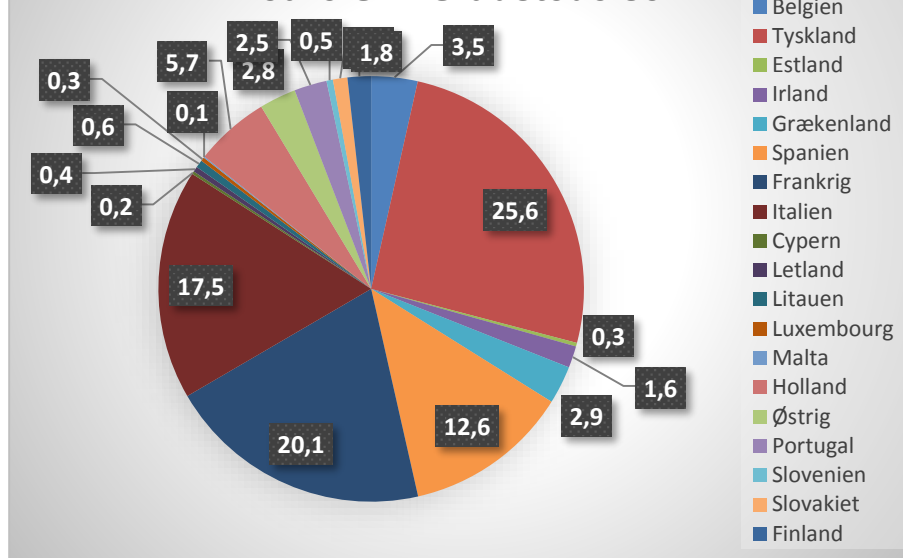
- Den underliggende portefølje skal bestå af statsobligationer fra eurolandene og provenuet fra indfrielse af disse statsobligationer.
- Den relative fordeling af eurolandenes statsobligationer skal svare til fordelingsnøglen for eurolandenes kapitalindskud i ECB.
- En SBBS-udstedelse skal bestå af en seniortranche på 70 pct. af hele udstedelsens nominelle værdi og en juniortranche på minimum 2 pct.

---

<sup>8</sup> SPE'ernes aktiviteter er begrænset til udstedelse og servicering af SBBS'er, og de er underlagt en række specifikke krav, der bl.a. omfatter forudgående anmeldelse af udstedelse af SBBS'er og oplysningsforpligtigelser i forhold til investorer og myndigheder.

<sup>9</sup> Kommissionens konsekvensanalyse viser, at med en seniorranche på 70 pct. vil tranchen have en forventet tabsrate over 5 år på 0,5 pct. eller mindre, hvilket ifølge Kommissionen er mindst lige så sikkert som tyske statsobligationer.

### Sammensætning af den underliggende portefølje af statsobligationer pr. 100 euro SBBS-udstedelse



Den underliggende portefølje af eurolandenes statsobligationer svarer til eurolandenes andel af kapitalindsuddet i Den Europæiske Centralbank (ECB).

Det er som nævnt kun eurolandenes statsobligationer, som indgår i den underliggende portefølje for SBBS'erne. Det skyldes bl.a., at inddragelse af ikke-eurolandenes statsobligationer ifølge Kommissionen ville tilføre et yderligere risikoelement i form af valutakursrisiko.

Det faste forhold mellem eurolandenes statsobligationer i den underliggende portefølje kan kun fraviges, hvis et eurolands udstedelse af statsobligationer ligger væsentligt under normalen<sup>10</sup> eller størstedelen af landets finansieringsbehov er dækket via et makroøkonomisk tilpasningsprogram<sup>11</sup>. Kommissionen skal fastslå, at en af de to situationer er gældende, før et eurolands statsobligationer kan udelukkes fra den underliggende portefølje.

<sup>10</sup> Det vil sige, hvis eurolandes udstedelse af statsobligationer i en forudgående periode på 12 måneder er under halvdelen af det omfang, hvilket svarer til landets andel af ECB-kapitalnøglen ganget med den samlede værdi af udstedte SBBS'er i året op til starten på 12-månedersperioden.

<sup>11</sup> Mindst halvdelen af landets årlige finansieringsbehov er i en forudgående periode på 12 måneder dækket gennem offentlig finansiel bistand i forbindelse med gennemførelsen af et makroøkonomisk tilpasningsprogram.

Seniortranchens størrelse kan nedsættes til 60 pct. – og dermed en større sikkerhed - hvis der er alvorlige forstyrrelser i statsgældsmarkederne i et euro-land eller EU. Det kræver også en beslutning fra Kommissionen<sup>12</sup>.

### **Samme reguleringsramme for SBBS'er og statsobligationer**

Skabelsen af et marked for SBBS'er gør det nødvendigt at ændre en række EU-retsakter, så SBBS'erne får samme status med hensyn til kreditrisiko og likviditet som de underliggende statsobligationer, som SBBS'erne er konstrueret ud fra. Som EU-reguleringen er i dag, så betragtes denne type af værdipapirer som et såkaldt securitiseret produkt<sup>13</sup>, hvilket betyder, at de har en større risikovægt end statsobligationer, når man bl.a. skal opgøre kapitalkravene til bankerne.

Securitiserede produkter betragtes som mere risikable, da de typisk er kendetegnet ved, at investorerne ikke har den samme information om de underliggende aktiver som udbyderen, samt at de ofte har en mere kompleks struktur. Det er ifølge Kommissionen netop ikke tilfældet med SBBS'er på grund af de underliggende aktiver og den simple struktur.

Kommissionens forslag omfatter derfor ændringer i følgende EU-retsakter:

- Kapitalkravsforordningen 575/2013/EU om tilsynsmæssige krav til kreditinstitutter og investeringsselskaber (CRR)
- Direktiv 2009/138/EF om adgang til og udøvelse af forsikrings- og genforsikringsvirksomhed (Solvens II)
- Direktiv 2009/65/EF om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter) (UCITS)
- Direktiv 2016/2341/EU om arbejdsmarkedsrelaterede pensionskassers (IORP'ers) aktiviteter og tilsynet hermed.

Ændringerne sikrer, at SBBS'er sidestilles med statsobligationer fra eurolandene, både hvad angår senior- og juniortrancher samt eventuelle mellemliggende trancher (mezzanin).

---

<sup>12</sup> Både når det gælder eksistensen af problemer med udstedelsen af statsobligationer i et euro-land og forstyrrelser af statsgældsmarkederne, træffer Kommissionen afgørelsen i form af en gennemførelsesretsakt.

<sup>13</sup> Det fremgår af kapitalkravsforordningens 575/2013/EU (CRR) artikel 4 (61), at hvis et produkt er opdelt i trancher med inddeling af underordnet kreditrisiko, er der tale om securitisering, uanset sammensætning og risiko af den underliggende portefølje.

## Tilsyn og sanktioner

Medlemslandene skal udpege myndigheder, der kan føre tilsyn med, at SPE'erne overholder forordningen. Myndighederne skal have mulighed for at pålægge SPE'er afhjælpende foranstaltninger og administrative sanktioner. De administrative sanktioner kan bl.a. bestå af en bøde på op til 5 mio. euro eller det dobbelte af fortjenesten ved overtrædelsen af regelsættet.

## Er der et marked for SBBS'er?

Der er lidt delte meninger om behovet og levedygtigheden af SBBS'er blandt forskellige finansielle institutioner, gældsforvaltningsansvarlige og medlemslandenes repræsentanter i Kommissionens Ekspertgruppe om Bankvirksomhed, Betalinger og Forsikring.

Medlemslandenes repræsentanter i ekspertgruppen synes ikke, at behovet for SBBS'er er åbenbart. Blandt de såkaldte gældsforvaltningsansvarlige er der bekymring over SBBS'ernes påvirkning af de nationale statsobligationsmarkeder. De fleste er dog enige om, at senior-SBBS'erne bør behandles på samme måde som de underliggende statsobligationer, når det kommer til risiko og likviditet. Kommissionen har dog valgt at sidestille alle trancherne med hensyn til risikoprofil, hvilket går imod anbefalingen fra Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (ESRB), der forudser en større risikovægt knyttet til junior-og eventuelle mezzanintrancher end til seniortrancher.

## Vedtagelse af forslagene

Forslaget er fremsat med retsgrundlag i artikel 114 i Traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde (TEUF), der omhandler harmonisering af hensyn til det indre markeds funktion. De skal vedtages af Rådet med kvalificeret flertal og med Europa-Parlamentet som medlovgiver. I Europa-Parlamentet er det Udvalget for Økonomi og Valuta (ECON), der forbereder Parlamentets indstilling til forslaget.

Europa-Parlamentet har tidligere været positivt over for en fælles udstedelse af offentlig gæld på linje med euroobligationer eller stabilitetsobligationer<sup>14</sup>. Som nævnt udstedes SBBS'erne dog af private enheder og omfatter ikke fælles offentlig gældsudstedelse.

---

<sup>14</sup> Kommissionen udarbejdede i november 2011 en [grøn bog](#) om muligheden for såkaldte stabilitetsobligationer med fælles offentlig gældsudstedelse blandt eurolandene. Europa-Parlamentet fulgte op på grønbogen med en [beslutning](#) fra januar 2013, hvor den opfordrede Kommissionen til at præsentere en køreplan for en fælles udstedelse af offentlige gældsinstrumenter.

## Overholder forslaget nærhedsprincippet?

Folketinget skal i forbindelse med nærhedstjekket tage stilling til, om de områder, der behandles i forslaget, bedst reguleres på EU-niveau eller på nationalt niveau. Såfremt Folketinget finder, at dette område bedst reguleres på nationalt niveau, og at forslaget dermed strider mod nærhedsprincippet, skal Folketinget inden for en frist på 8 uger sende en såkaldt begrundet udtalelse til Kommissionen. **Fristen udløber den 24. september 2018.** Folketinget har også mulighed for at afgive bemærkninger til forslagets politiske indhold over for Kommissionen – her gælder ingen tidsfrist.

Kommissionen argumenterer overordnet med, at de lovgivningsmæssige hindringer for udvikling af et marked for SBBS'er består af EU-regulering, hvorfor ændringer i denne lovgivning kun kan ske på EU-plan. Kommissionen bemærker endvidere, at forskellige nationale varianter af denne type værdipapirer ikke vil sikre den fornødne likviditet og gennemsigtighed. I værste fald kan nationale tiltag ende med at være en hindring for det indre marked.

Den danske regering er ud fra en foreløbig vurdering enig i, at forslaget er i overensstemmelse med nærhedsprincippet.

Regeringen anerkender formålet med at styrke den finansielle integration og stabilitet i EU og målet om at bryde linket mellem stater og banker. Regeringen er dog ikke overbevist om, at udstedelsen af SBBS'er er det rette instrument. Regeringen mener også, at det bør drøftes, om ikke også statsobligationer fra ikke-eurolande kan indgå i den underliggende portefølje. Endelig er regeringen kritisk over for, at senior- og juniortrancher i den foreslåede ændring af bl.a. kapitalkrav til banker sidestilles med hensyn til risikoklassifikation, da der er stor forskel på sikkerheden i de to trancher.

### *Nærhedstjek*

Foreløbigt har syv nationale parlamenter (otte kamre) indledt en nærhedsbehandling af forslaget om værdipapirer med sikkerhed i statsobligationer (KOM (2018) 339) (Finland, Tyskland, Litauen, Luxembourg, Polen, Slovakiet og Sverige) – foruden Folketinget. Der foreligger endnu ingen udtalelser fra disse parlamenter<sup>15</sup>.

---

<sup>15</sup> De nationale parlamenters behandling af forslaget kan følges på den interparlamentariske database IPEX – [KOM \(2018\) 339](#)