



6. januar 2016

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

### **Kommissionens konsultation om covered bonds (dækkede obligationer)**

#### **1. Resumé**

*Kommissionen offentliggjorde den 30. september 2015 en konsultation om covered bonds (dækkede obligationer) i EU. Dækkede obligationer omfatter blandt andet de danske realkreditobligationer.<sup>1</sup> Konsultationen er led i Kommissionens bestræbelser på at skabe en europæisk kapitalmarkedsunion. Kapitalmarkedsunionen skal fremme investeringer og forbedre finansieringsmuligheder ved at styrke adgangen til finansieringskilder i tillæg til traditionelle banklån. I den forbindelse finder Kommissionen, at et mere integreret marked for covered bonds i EU kan fremme omkostningseffektiv finansiering og give investorerne flere investeringsmuligheder. Konsultationen stiller i forlængelse heraf en række spørgsmål om det mulige indhold af en eventuel fremtidig EU-ramme for covered bonds.*

*Konsultationen afsluttes den 6. januar 2016, og regeringen vil afgive hørings svar. En kopi af hørings svaret vil blive tilsendt Folketingets Europaudvalg.*

#### **2. Baggrund**

Kommissionen fremhæver i konsultationen, at et mere integreret europæisk marked for covered bonds kan fremme omkostningseffektiv finansiering og give investorerne flere investeringsmuligheder. Dette understøtter således Kommissionens ønske om at skabe en kapitalmarkedsunion, som netop skal øge virksomheders adgang til finansiering, diversificere finansieringskilderne samt gøre kapitalmarkederne mere effektive.

Med konsultationen lægger Kommissionen op til skabelsen af en fælles europæisk ramme for covered bonds enten i form af egentlige europæiske regler (direktiv eller forordning) eller anbefalinger.

Kommissionen har fastslået, at fremtidige EU-tiltag på området skal bygge på og respektere velfungerende nationale covered bonds-modeller. Kommissionen har ikke lagt sig fast på konkrete initiativer på nuværende

---

<sup>1</sup> Begrebet dækkede obligationer dækker på dansk over Særligt Dækkede Realkreditobligationer (SDROer) og Særligt Dækkede Obligationer (SDOer). Realkreditobligationer (ROer) er ikke omfattet af kapitalkravsforordningen og -direktivet (CRR/CRD IV), hvorfor det endnu er uvist, om de vil være omfattet af en kommende ramme for dækkede obligationer i EU.

tidspunkt, herunder om en europæisk ramme for covered bonds bør være i form af direktiv, forordning eller anbefalinger. Kommissionen efterspørger således i konsultationspapiret tilkendegivelser af, hvilke initiativer der skal arbejdes videre med.

Kommissionens konsultationspapir baserer sig på en rapport fra Den Europæiske Banktilsynsmyndighed (EBA).<sup>2</sup> Rapporten fra EBA havde dels til formål at afdække en række konkrete spørgsmål i relation til reguleringen af covered bonds i EU. Derudover havde EBA's rapport til formål at kortlægge "best practice" i de nationale covered bonds-reguleringer.

### **3. Formål og indhold**

På baggrund af en analyse af de eksisterende europæiske markeder og regler for covered bonds konkluderer Kommissionen, at markederne og reglerne for covered bonds er meget fragmenterede. Således er det konklusionen, at reguleringen i høj grad varetages af de enkelte medlemslande. Disse konklusioner danner baggrunden for Kommissionens overvejelser om skabelsen af en fælles EU-ramme for covered bonds.

EU-regelsættet regulerer i dag ikke særskilt covered bonds. Dog er der flere bestemmelser i EU-reguleringen, der har direkte betydning for covered bonds. Dette er blandt andet tilfældet med kapitalkravsbestemmelserne, hvor der er tale om mere lempelige kapitalkrav, når kreditinstitutter investerer i covered bonds.<sup>3</sup> Ligeledes eksisterer der særskilte regler, der muliggør, at covered bonds af ekstremt høj kvalitet kan anses som meget likvide. Dermed kan covered bonds, som kreditinstitutter har investeret i, bidrage til kreditinstitutternes opfyldelse af det fælleseuropæiske likviditetskrav (Liquidity Coverage Requirement – LCR).

Kommissionen finder, at skabelsen af en ramme for covered bonds på tværs af landegrænser har en række potentielle fordele ved blandt andet at

- forbedre markedsdisciplin og -effektivitet gennem øget transparens og sammenlignelighed mellem covered bonds i forskellige medlemslande,
- fremme forenkling og standardisering og hjælpe med at udvikle dybere og mere likvide markeder for covered bonds,
- fremme udstedelse af og investering i covered bonds på tværs af landegrænser,
- reducere omkostninger og tid forbundet med at analysere de enkelte medlemslandes covered bonds-markeder,
- muliggøre anvendelsen af europæiske tilsynsmæssige krav vedrørende covered bonds,

---

<sup>2</sup><https://www.eba.europa.eu/documents/10180/534414/EBA+Report+on+EU+Covered+Bond+Frameworks+and+Capital+Treatment.pdf>

<sup>3</sup> Dette følger af kapitalkravsforordningen (CRR) artikel 129.

- styrke centralbankers, herunder ECB's, monetære politik gennem brugen af covered bonds som sikkerhed for deres markedsoperationer.

### ***Anbefalinger eller regler***

På baggrund af de fordele, som Kommissionen identificerer ved styrket konvergens for covered bonds på europæisk niveau, ønsker Kommissionen en mere integreret ramme for covered bonds i EU. Kommissionen ønsker at skabe en fælles ramme på en sådan måde, at velfungerende nationale covered bonds-markeder ikke forstyrres. Der opstilles derfor to alternativer for en styrket integration af covered bonds markederne i EU.

Det ene alternativ indebærer, at Kommissionen undlader egentlige harmoniseringstiltag og i stedet opmuntrer til større konvergens mellem medlemslandenes regler via frivillige ikke-lovgivningsmæssige koordinationstiltag. Konkret lægger Kommissionen op til at give anbefalinger til medlemslandene om at implementere de best practices, som EBA identificerer.

Det andet alternativ indebærer skabelsen af en egentlig EU-lovgivning, som blandt andet ville kunne definere og beskytte begrebet covered bond, fastlægge krav til tilsynet, definere princippet om ”dual recourse” samt stille krav til karakteren af de behæftede aktiver (cover pool).<sup>4 5</sup>

Kommissionen anerkender, at der er forskelle i medlemslandenes juridiske traditioner vedrørende covered bonds, og at dette betyder, at et direktiv vil være det foretrukne lovgivningsinstrument. Denne vurdering baseres på, at et direktiv i højere grad vil efterlade fleksibilitet til den nationale lovgivning, da direktivet vil skulle implementeres i national ret. Det er i modsætning til en forordning, der gælder direkte i medlemslandene. Kommissionen fremhæver dog samtidig i konsultationen, at en forordning ville kunne komme på tale, hvis man skulle beslutte sig for skabelsen af et såkaldt ”29. regime for covered bonds”. En 29. regime for covered bonds ville skulle eksistere parallelt med de 28 medlemslandes nationale regimer, og er et alternativ til den eksisterende nationale lovgivning, som obligationsudstedere ville kunne gøre brug af på frivillig basis. Kommissionen finder imidlertid, at et sådan 29. regime på kort sigt vil have vanskeligt ved at nå en tilstrækkelig volumen i obligationsudstedelser til at være et reelt alternativ.

---

<sup>4</sup> Dual recourse betyder, at obligationsinvestorerne har mulighed for at rette krav mod både cover poolen i første omgang og mod instituttets konkursbo efterfølgende, hvis de ikke har opnået dækning i cover poolen. Obligationsinvestorerne har så at sige to muligheder for at rette deres krav (”dual recourse”).

<sup>5</sup> Cover pool er en betegnelse for samlingen af realkreditlån og de aktiver, der ligger til sikkerhed herfor. I cover poolen kan både være boliglån og lån til erhvervsejendomme. På dansk kaldes cover pool for kapitalcenter.

### *EU-rammens indhold*

I konsultationspapiret oplystes herefter en række elementer, som en EU-ramme efter Kommissionens opfattelse bør tage stilling til. Disse elementer vil således forventeligt skulle indgå, uanset om der bliver tale om anbefalinger eller egentlige regler via direktiv eller forordning.

### *Ny definition af covered bonds*

Der lægges op til en ny definition og beskyttelse af begrebet ”covered bonds”. I dag er der alene tale om en overordnet definition af begrebet i UCITS-direktivet art. 52 stk. 4.<sup>6</sup>

Den nye definition foreslås at bygge på de væsentligste dele af UCITS-direktivet, så det også fremover er et krav, at covered bonds for at være omfattet af definitionen er a) udstedt af et kreditinstitut under offentligt tilsyn, b) hvor provenuet fra obligationsudstedelsen investeres i aktiver, der dækker forpligtelser i henhold til obligationerne og c) at obligationsinvestorer skal have en fortrinsret til at søge sig fyldestgjort i aktiverne i cover poolen i tilfælde af, at covered bonds-udstederen misligholder. Samtidig foreslås det at supplere definitionen af covered bonds med elementer, der skal gøre det lettere at identificere, hvilke covered bonds der er omfattet af definitionen. Dette kan fx være ved at benævne disse obligationer ”regulerede” eller ved, at der laves en form for certificeringssystem.

Den nye definition ville blandt andet kunne bruges som nyt kriterium for den fordelagtige risikovægtning af covered bonds i kapitalkravsforordningen (CRR). Derudover vil en ny definition kunne bidrage til at sikre, at kun covered bonds af en særlig høj kvalitet tildeles en fordelagtig behandling i diverse andre EU-regelsæt.

### *Universalbank- eller specialbanksmodellen*

Kommissionen konstaterer, at medlemslandenes lovgivning i dag muliggør forskellige modeller for udstedelse af covered bonds. Kommissionen peger i denne forbindelse på en universalbankmodel og en specialbankmodel.

For universalbanken gælder, at det kun er en mindre del af virksomheden, der beskæftiger sig med covered bonds-finansiering, og banken har derfor en mindre del af sine aktiver placeret i en cover pool. I en specialbankmodel, som blandt andet omfatter danske realkreditinstitutter, afgrænser kreditinstitutets virksomhed sig derimod til udstedelse af lån på baggrund af udstedelse af covered bonds.

Specialbanker har forskellige former for særlig regulering, herunder blandt andet særlige konkursregler. For specialbanker gælder endvidere, at der er

---

<sup>6</sup> Direktiv 2009/65/EF om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter).

strenge krav i forhold at påtage sig risici, herunder likviditets- og markedsrisici.<sup>7</sup>

Kommissionen påpeger i konsultationen, at der brug for videre analyse af likviditets- og markedsrisici, herunder hvordan sådanne risici bedst håndteres. Blandt andet overvejes det, om der skal stilles krav til kapitaloverdækningen i de enkelte cover pools, dvs. krav til den mængde af kapital der skal sikre obligationsudstedelsen.

Kommissionen fremhæver, at en EU-ramme for covered bonds skal søge at anerkende alle udstedelsesmodeller for covered bonds, dvs. både universalbanker og specialbanker.

#### *Tilladelse til udstedelse af covered bonds*

Kommissionen lægger op til at anerkende de forskellige eksisterende typer af udstedere af covered bonds ud fra nogle fælles principper herfor. Derudover lægger Kommissionen op til at strømline de forskellige systemer til at opnå tilladelse til at udstede covered bonds. Der lægges fra Kommissionens side op til en sådan strømlining af tilladelsessystemerne i det omfang, at der kan identificeres fællestræk mellem landenes juridiske systemer.

I forbindelse med tilladelse til udstedelse af covered bonds efterspørger Kommissionen holdninger til, om der skal være krav om, at kreditinstitutter skal have en generel tilladelse til at udstede covered bonds, eller om der skal stilles krav om tilladelse til hver enkelt udstedelse. Endvidere efterspørger Kommissionen holdninger til, om der i udformningen af tilladelsesreglerne er behov for nærmere regler, der i en insolvenssituation sikrer de aktiver, der ligger til sikkerhed for covered bonds. Sådanne regler kunne fx omfatte krav om, at cover pools skal være etableret som selvstændige juridiske enheder.

I Danmark er der tale om en tilladelsesmodel, hvorefter kreditinstitutter skal have en generel tilladelse til at udstede covered bonds. Der er ikke krav om tilladelse til hver enkelt udstedelse.

#### *Tilsyn med covered bonds*

Kommissionen lægger op til et fælles sæt af pligter og kompetencer for alle kompetente tilsyn med sigte på at styrke tilliden til europæiske covered bonds-markeder og forbedre investorbeskyttelsen. Kommissionen foreslår således, at man kan indføre krav til inspektioner, indberetninger, tilsynsreaktioner, retningslinjer for tilsyn og værdiansættelse af aktiverne, der stilles som sikkerhed for covered bonds. I den forbindelse efterspørger blandt andet holdninger til krav om tilstedeværelse af en ”cover pool monitor”, som

---

<sup>7</sup> For dansk realkredit reguleres dette af det såkaldte balanceprincip, der bestemmer, at der skal være en høj grad af overensstemmelse mellem et realkreditlån og de obligationer, der ligger bag lånet. Lån og obligationer ”hænger så at sige sammen”.

hverken må være en del af det nationale tilsyn eller ansat i kreditinstituttet. Eksistensen af en sådan covered bonds monitor er en konstruktion, der kendes fra blandt andet Tyskland. I Danmark udføres opgaven med at overvåge cover pools derimod af Finanstilsynet.

Ydermere overvejer Kommissionen, om der skal ske tildeling af tilsynskompetencer vedrørende covered bonds til ECB som led i den fælleseuropæiske tilsynsmekanisme i det styrkede banksamarbejde. Dette tilsyn er i dag national kompetence. Kommissionen henviser i konsultationen til, at covered bonds er et væsentligt område i forhold til den finansielle stabilitet, hvorfor ECB i deres tilsyn allerede vurderer covered bonds-udstedelser i de relevante kreditinstitutter, uden dog at føre et specifikt tilsyn med udstedelsen. Kommissionen mener derfor, det kan være relevant at overveje, om ECB skal føre et egentligt tilsyn med covered bonds-udstedelser.

#### *Obligationsinvestorerens stilling i konkurs*

Konsultationen foreslår en definition af ”dual recourse princippet”, dvs. princippet om at obligationsinvestorer har mulighed for at søge sig fyldestgjort dels i cover poolen og dels i instituttet i øvrigt.<sup>8</sup> Kommissionen foreslår i denne forbindelse, at obligationsinvestorerne har fortrinsstilling i cover poolen, men at investorerne alene er sideordnet med de simple kreditorer i instituttets konkursbo. Dette adskiller sig fra regelsættet i Danmark, hvor der er fortrinsstilling for investorer i hvert kapitalcenter (hver cover pool) og i instituttet i øvrigt. Sidstnævnte er relevant i de tilfælde, hvor der ikke kan opnås dækning i kraft af cover poolens aktiver.

Kommissionen efterspørger videre holdninger til, at det – på linje med hvad der gælder i dansk ret i dag – skal være muligt at indføre regler om, at prioritetsstillingen for krav mod cover poolen kan tilpasses. Det foreslås således, at der fastsættes rammer for, hvem der kan sideordnes med obligationsinvestorerne, herunder fx i relation til krav, der medgår til konkursbehandlingen. For at fremme en effektiv afvikling overvejes det ligeledes, om der skal være mulighed for tidsmæssige grænser for, hvor længe kreditorer kan gøre krav mod cover poolen gældende.

#### *Krav til cover poolen*

Det er et væsentligt element i sikkerheden ved udstedelse af covered bonds, at der er de forudsatte aktiver i cover poolen som sikkerhed for udstedelsen. Det er derudover vigtigt, at disse aktiver i cover poolen i en konkurssituation er sikret i forhold til kreditinstituttets øvrige aktiver. Kommissionen beder i konsultationen om en redegørelse for de nationale regler for adskillelse af aktiverne i cover poolen og lægger op til en diskussion af, om der er behov for, at aktiverne i cover poolen fx skal udskilles til en selvstændig juridisk enhed.

---

<sup>8</sup> Se fodnote nr. 4.

I Danmark sker adskillelsen af cover poolen via en såkaldt kapitalcenterstruktur, hvor realkreditinstitutter udsteder obligationer i serier med tilhørende seriereservefonde. Kapitalcentrene er adskilt fra instituttet i øvrigt, hvilket gælder i både en konkurssituation og i ”going concern”. De enkelte kapitalcentre skal overholde et kapitalkrav på 8 pct. af de risikovægtede aktiver. Der er dog ikke tale om, at de enkelte kapitalcentre er særskilte juridiske enheder. Var det tilfældet, ville der ligeledes skulle være en særskilt bestyrelse for hvert kapitalcenter, krav om individuelle solvensbehov, opfyldelse af likviditetskrav osv.

Kommissionen foreslår videre, at man overvejer, om der skal stilles krav til sammensætningen af aktiverne i cover poolen. Således kunne der fx kun tillades én aktivtype (dvs. ejendomme, skibe eller fly) og herunder, om der kun må være én ejendomsstype (fx bolig- eller erhvervsejendomme). Der efterspørges derudover holdninger til, om der er behov for et særligt likviditetskrav til hver cover pool.

Det overvejes også, om der skal stilles supplerende krav til lånegrænserne, hvilket er grænserne for, hvor stor belåningen af de enkelte aktiver i cover poolen må være. Fx er der på EU-niveau såkaldt Loan To Value (LTV) grænse på 80 pct. for boligejendomme og 60 pct. grænse for erhvervsejendomme.<sup>9</sup>

Konsultationspapiret behandler også spørgsmålet om, hvor store værdierne af aktiverne i cover poolen skal være i relation til de udestående obligationer. Hermed menes konkret, om det skal tillades, at man yder lån udover lånegrænserne, men hvor kun lån, der overholder lånegrænserne, kan medregnes i cover poolen. Dette er fx muligt i Tyskland. Det gælder i en dansk kontekst, at realkreditinstitutterne som udgangspunkt ikke må yde udlån over den tilladte lånegrænse, og at lånet matcher de udstedte obligationer (match-funding). Match-funding-princippet indebærer, at der er en direkte sammenhæng mellem et realkreditlån og de obligationer, som udstedes for at finansiere lånet.

Kommissionen overvejer videre, hvordan værdiansættelsen af ejendomme skal ske. I dag sker værdiansættelse af aktiverne i medfør af CRR til markedsværdi, og der er ikke krav om ekstern vurdering. Der spørges til, om dette forhold bør ændres. Kommissionen foreslår, at der kan være tale om krav om opgørelse af den nominelle værdi, af den aktuelle markedsværdi, markedsværdien udsat for stress eller en kombination af en eller flere af de tre modeller.

I tillæg hertil efterspørger Kommissionen holdninger til, om der skal være krav om, at lån finansieret med covered bonds skal være placeret først i prioritetsstillingen i den faste ejendom, der er sikkerhed for lånet. Kommissio-

---

<sup>9</sup> LTV betyder Loan To Value, altså en angivelse af lånets størrelse i forhold til aktivets værdi. For høj LTV indebærer, at aktivet er overbelånt.

nen spørger således til, om lån finansieret med covered bonds skal have det første pant i ejendommen. Dette er ikke et krav i dag.

Konsultationspapiret lægger endvidere op til, at det overvejes at fastsætte regler om, at nødlidende lån eller aktiver med for høj LTV skal tages ud af cover poolen. I så fald vil dette være for at sikre, at aktiverne i cover poolen altid er af en sådan kvalitet, at der er dækning til obligationsinvestorerne. Det bemærkes i denne sammenhæng, at den danske match funding model i specialbanker ikke tillader, at der kan udtages lån af cover poolen, da aktiver og passiver ”hænger sammen”.

Kommissionen foreslår endvidere, at det skal overvejes, om der i tilfælde af insolvens er behov for udpegning af en særlig administrator for cover poolen, som uafhængigt af det offentlige tilsyn skal varetage obligationsejernes interesser.

#### *Transparens*

Endelig overvejes det at fastsætte krav til obligationsudstedere om offentliggørelse af data om kredit- og markedsrisici forbundet med de behæftede aktiver og de dækkede obligationer. I dag er der regler om transparens i såvel CRR som i de generelle værdipapirhandelsregler, der regulerer oplysninger til markedet. De pågældende oplysninger offentliggøres på institutternes hjemmesider.

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

Europa-Parlamentet har endnu ikke udtalt sig i sagen.

#### **5. Nærhedsprincippet**

Det er regeringens foreløbige vurdering, at tiltag i medfør af Kommissionens konsultation vil være i overensstemmelse med nærhedsprincippet, da målet om øget udstedelse af og investeringer i covered bonds på tværs af landegrænser vanskeligt vil kunne nås uden tiltag på EU-niveau.

Der vil dog skulle foretages en særskilt vurdering af nærhedsprincippet, når de forslag, som Kommissionen måtte fremsætte som opfølgning på konsultationen, foreligger.

#### **6. Gældende dansk ret**

Covered bonds-regulering i EU kan få indflydelse på flere aspekter af gældende dansk ret, hovedsagligt inden for den finansielle lovgivning, herunder realkreditlovgivningen. Hvordan regelsættet i dag er på de områder, hvor Kommissionen overvejer at fremsætte regulering, er beskrevet oven for under punkt 3.

Da det ikke er konkretiseret, hvilket indhold en eventuel fremtidig fælleseuropæisk regulering vil have, og hvorledes denne vil skulle udmøntes i praksis, er det imidlertid ikke muligt på nuværende tidspunkt at vurdere konsekvenserne på gældende dansk ret.



## 7. Konsekvenser

### *Lovgivningsmæssige konsekvenser*

De lovgivningsmæssige konsekvenser vil afhænge af, hvilke konkrete initiativer Kommissionen måtte vælge at fremsætte efterfølgende som opfølgning på konsultationen. Konsultationen har ikke i sig selv lovgivningsmæssige konsekvenser.

### *Økonomiske konsekvenser*

Den danske realkreditmodel baserer sig på ydelse af lån med sikkerhed i fast ejendom finansieret ved udstedelse af covered bonds i form af dækkede og særligt dækkede obligationer. De eksisterende europæiske regler muliggør opretholdelse af det danske realkreditsystem, som kendetegnes ved at bestå af specialbanker med et snævert virksomhedsområde.

Den danske realkreditmodel har store betydning for dansk samfundsøkonomi, da modellen er en afgørende finansieringskilde for det danske boligmarked. I lyset heraf kan de tiltag, som Kommissionens måtte iværksætte som opfølgning på konsultationen, potentielt have betydelige samfundsøkonomiske konsekvenser for. I hvilket omfang dette måtte blive tilfældet vil dog afhænge af indholdet af de iværksatte tiltag, som endnu ikke kendes.

Det er vurderingen, at EU-harmonisering af reglerne for covered bonds med respekt for den danske realkreditmodel vil kunne medføre, at dansk realkredit i højere grad vil kunne forankres i den samlede europæiske covered bonds-regulering, hvilket vil kunne sikre, at dansk realkredit kan opretholdes fremadrettet og derved have betydelige positive samfundsøkonomiske konsekvenser.

De konkrete statsfinansielle, samfundsøkonomiske og erhvervsøkonomiske konsekvenser for erhvervslivet vil afhænge af, hvilke konkrete initiativer Kommissionen vælger at fremsætte efterfølgende. Konsultationen har ikke i sig selv statsfinansielle, samfundsøkonomiske eller erhvervsøkonomiske konsekvenser.

### *Andre konsekvenser og beskyttelsesniveau*

Hvorvidt forslaget vil berøre beskyttelsesniveauet i Danmark, herunder forbrugerbeskyttelsen, vil afhænge af, hvilke konkrete initiativer Kommissionen vælger at fremsætte efterfølgende. Konsultationen har ikke i sig selv konsekvenser for beskyttelsesniveauet i Danmark.

## 8. Høring

Konsultationen blev sendt i høring i EU-Specialudvalget for den finansielle sektor den 30. september 2015.

Der er modtaget et samlet høringssvar fra Realkreditrådet (RKR), Realkreditforeningen (RKF) og Finansrådet (FR). Der er derudover modtaget hø-

ringssvar fra Landbrug & Fødevarer og fra FSR - danske revisorer. Nedenfor sammenfattes hovedindholdet af de indkomne høringsvar.

FR, RKF og RKR anfører, at de emner, der berøres i Kommissionens høringsdokument, har afgørende betydning for dansk realkredit. Man finder det vanskeligt at forudsige, hvor udfordringerne i et kommende forslag fra Kommissionen vil ligge, men med afsæt i høringsdokumentet gør man sig dels nogle generelle og strategiske betragtninger, ligesom man peger på en række vanskeligheder, som tegner sig.

For så vidt angår de generelle strategiske betragtninger og vurderinger, finder FR, RKF og RKR, at Kommissionens konsultationspapir giver anledning til nogen bekymring, idet man dog anfører, at denne sidenhen muligvis vil vise sig helt eller delvist ubegrundet. Man vurderer, at en regulering vil betyde ændringer i den danske realkreditlovgivning, og at sådanne ændringer kan skabe udfordringer for Danmark, hvis de tager udgangspunkt i en kontinentaleuropæisk model for boligfinansiering, hvor lånene ydes af pengeinstitutter (universalbankmodellen). Man skønner, at man fra dansk side formentligt vil kunne bevare realkreditsystemets fundamentale fordele, men at der forventes et antal u hensigtsmæssige eller fordyrende ændringer. I den forbindelse peger man på risikoen for, at der må gås på kompromis på afgørende områder.

Omvendt finder de tre organisationer, at en regulering kan åbne mulighed for, at covered bonds og realkredit i højere grad bliver en del af EU-retten. I så fald vil det ikke længere være en rent dansk model, som til stadighed skal forsvares, når der foreslås ændringer. FR, RKF og RKR anfører, at hvis denne mulighed vurderes som realistisk, kan der være perspektiv i at foretrække regulering frem for anbefalinger. Vurderes det som urealistisk, at en dansk model bliver en del af EU-retten, finder man, at anbefalinger bør foretrækkes. Det anerkendes dog, at anbefalinger også vil kunne byde på udfordringer. Man anfører således, at anbefalinger kan omsættes til bindende retningslinjer eller være forløbere til egentlig lovgivning på et senere tidspunkt.

FR, RKF og RKR ser derudover fordele forbundet med skabelsen af et 29. regime, der kan vælges som et alternativ til national lovgivning. Man finder, at en sådan model ville muliggøre, at elementer af den danske realkreditmodel ville kunne løftes ind i EU-reguleringen, uden at disse bliver direkte bindende og dermed problematisk for dansk realkredit

Samlet set vurderer FR, RKF og RKR, at det er for tidligt at træffe beslutning om, hvilken form for EU-regulering, der er bedst. Man opfordrer derfor til at afvente, hvordan overvejelserne om en eventuel regulering former sig, inden der tages stilling til reguleringsformen, samt om EU-regulering overhovedet anses for ønskværdig. Man opfordrer til en tæt dialog mellem myndigheder og organisationer herom.

Nedenfor gennemgås hovedlinjerne i de mere konkrete betragtninger fra FR, RKF og RKR.

#### *Ny definition af covered bonds*

FR, RKF og RKR finder, at en klar definition af begrebet covered bonds kan være nyttig for at afgrænse begrebet og beskytte det som varemærke. Man peger dog i den forbindelse på, at det er vigtigt, at den nye definition ikke bliver et radikalt brud med den eksisterende, da der i så fald skal etableres nye kapitalcentre, der overholder den nye definition, med tilhørende overgangsordninger for tidligere udstedelser efter den gamle definition.

Obligationsudstedelser skal for at være tilstrækkeligt likvide og konkurrencedygtigt prissat have en vis volumen (dvs. være udstedt i tilpas store serier). Hvis den nye definition ikke kan rumme de allerede udstedte obligationer, vil det ifølge FR, RKF og RKR medføre, at institutterne skal stoppe udstedelse i de eksisterende serier og åbne nye. Det anføres, at dette ville være omkostningskrævende og skadeligt for likviditeten i obligationsserierne.

Derudover peger FR, RKF og RKR på risikoen for, at en snævrere definition af covered bonds risikerer ikke at omfatte realkreditobligationer (RO'er).<sup>10</sup> Det fremhæves, at en definition der alene omfatter SDO'er og SDR'O'er vil stille RO'er væsentligt ringere end i dag. Man finder også, at Junior Covered Bonds (JCB) fortsat skal kunne anvendes og henviser blandt andet til, at brugen af RO'er og JCB'er har betydning for den finansielle stabilitet i økonomiske krisetider.

#### *Universalbank- eller specialbanksmodellen*

FR, RKF og RKR finder, at Kommissionen synes at tage udgangspunkt i en universalbankmodel fremfor en specialbankmodel, hvilket anses for problematisk. FR, RKF og RKR nævner i den forbindelse specifikt, at der for minimums- og maksimumkrav til overdækning i cover pools er forskel på, hvad der er relevant i henholdsvis en special- og en universalbank. Det fremhæves således, at i specialbanker befinder næsten hele aktivmassen sig i cover pools, hvorfor de krav, som stilles til instituttet som helhed, overflødiggør krav til den enkelte cover pool. Videre påpeges det, at særskilte krav til de enkelte cover pools vil føre til, at instituttet som helhed bliver pålagt en højere overdækning. Det gør det dyrere at drive realkreditinstitut.

FR, RKF og RKR afviser, at der skulle være behov for et særligt likviditetskrav til hver cover pool. Det fremføres således, at i den danske realkreditmodel, hvor næsten alle aktiver er fordelt på cover pools, er et samlet likviditetskrav til hele instituttet tilstrækkeligt til at sikre likviditeten i hver enkelt cover pool.

---

<sup>10</sup> RO'er er i dag ikke omfattet af CRDIV/CRR men er alene omfattet af UCITS. RO'ere er ikke omfattet af CRDIV/CRR, da RO'ere alene skal overholde LTV-grænserne, når lånet ydes. SDO'er og SDR'O'er skal altid overholde LTV-grænserne.

*Model for tilladelse til udstedelse af covered bonds og tilsyn hermed*

I forhold til spørgsmålet om udpegning af en separat cover pool monitor finder FR, RKF og RKR det udokumenteret, at der skulle kunne være fordele forbundet med at overlade tilsynet med den enkelte cover pool til en tredjepart, fremfor som i det eksisterende danske system, hvor denne opgave varetages af Finanstilsynet.

*Obligationsinvestorenes stilling i konkurs*

For så vidt angår spørgsmålet om dual recourse påpeger FR, RKF og RKR, at Kommissionen lægger op til, at obligationsejernes krav mod et konkursbo skal rangere sideordnet med krav fra udækkede kreditorer, ligesom der foreslås en tidsmæssig grænse for, hvor længe et sådan krav skal kunne gøres gældende. Det er vurderingen, at både en regel om at obligationsinvestorerne alene har fortrinsstilling i cover poolen, og at der gælder tidsmæssige grænser for at gøre krav gældende, indebærer en svækkelse af obligationsinvestorenes stilling.

*Krav til cover poolen*

I forhold til sammensætning af cover poolen, forventer FR, RKF og RKR, at selvom konsultationspapiret ikke direkte lægger op til et forbud mod blandede cover pools indeholdende fx både bolig- og erhvervslån, vil dette komme på tale. Man afviser behovet herfor i en dansk kontekst, hvor sammensætningen af cover pools alene er styret af udlånet, og hvor der ikke er mulighed for fx at ombytte lån til boligejere med erhvervslån eller omvendt. Set med FR, RKF og RKRs øjne finder man, at det er irrelevant at indskrænke adgangen til blandede cover pools.

I konsultationspapiret nævnes også spørgsmålet om, hvorvidt lån til blandt andet fly og skibe skal udelukkes som aktiver for covered bond-udstedelsen. FR, RKF og RKR anfører i den forbindelse, at i dansk lovgivning er udstedelse af skibskreditobligationer i høj grad underlagt samme principper som udstedelse af realkreditobligationer, og at sikkerheden bag denne obligationsudstedelse er høj.

For så vidt angår eventuelle supplerende krav til lånegrænser må danske realkreditinstitutter i dag som udgangspunkt ikke yde udlån over den tilladte lånegrænse. I andre systemer er der mulighed for, at der ydes lån over lånegrænsen, men aktivet kan alene stilles som sikkerhed inden for lånegrænsen. I deres høringssvar lægger FR, RKF og RKR til grund, at Kommissionen påtænker begrænsninger i selve udlånet, og således ikke kun, hvad der kan indregnes i cover poolen. Her finder man, at det formentlig vil være relevant at tillade et vist udlån, som ikke umiddelbart kan medregnes i cover poolen, idet man dog er usikker på, om der i den situation kan oprettholdes lavere belåningsgrænser for realkredit. Hvis udlån, som ikke kan medregnes i cover poolen, tillades som en generel regel, kan man ikke være sikker på, at det danske match funding-princip kan bevares.

FR, RKF og RKR frygter, at Danmark risikerer at blive underlagt retningslinjer om værdiansættelse af aktiver i cover poolen fra EBA eller ECB, som gør det sværere at foretage retvisende værdiansættelser, fordi reglerne ikke er tilpasset forholdene på det danske boligmarked. Man anfører, at de nuværende regler i CRR og i dansk lovgivning er tilstrækkelige. Man finder, at værdiansættelse af ejendomme bør kunne ske til markedsværdi, og at der ikke bør stilles krav om eksterne vurderinger, dvs. en vurdering foretaget af en anden end långiver. Sidstnævnte begrundes med, at der ikke er dokumentation for, at sådanne vurderinger skulle være mere retvisende.

For så vidt angår lånets placering i prioritetsrækkefølgen finder FR, RKF og RKR ikke, at dette er afgørende for kreditkvaliteten. Det anser man i stedet, at lånets placering i forhold til ejendommens værdi er. Det betyder konkret, at det ikke vurderes at være afgørende, om realkreditinstituttet har førsteprioritets pant eller ej, da det afgørende vurderes at være lånegrænserne. Da et krav om førsteprioritet endvidere svækker muligheden for flere realkreditpanter i samme ejendom (da ikke alle kan have første pant), støtter man ikke, at udlån med baggrund i covered bonds skal placeres øverst i prioritetsrækkefølgen.

FR, RKF og RKR finder, at konsultationspapiret flere steder antager, at aktiver kan tages ud af cover poolen og erstattes af andre aktiver. I dansk realkredit er der en direkte sammenhæng mellem lånene med tilhørende pant og de udstedte obligationer, hvorfor det ikke er muligt at have krav om, at aktiver skal skiftes ud, eller at nødlidende lån skal tages ud af cover poolen. Det fremhæves i forlængelse heraf som nødvendigt, at lån kan refinansieres eller konverteres, uanset at lånegrænsen er overskredet. Alternativet hertil ville være, at lånet skulle taget ud af cover poolen, såfremt lånegrænserne være overskredet. Endelig bemærkes det, at danske realkreditinstitutter ikke må modtage indlån, hvorfor de alene kan finansiere deres udlån ved obligationsudstedelse, hvilket også indebærer, at aktiverne skal blive i cover poolen.

I forhold til spørgsmålet om opgørelse af aktivernes værdi, herunder i relation til de udestående obligationers værdi, anfører FR, RKF og RKR, at i realkreditsammenhæng må enhver regulering på dette område tage udgangspunkt i en ”pass through-model”. Denne model kendetegnes af direkte sammenhæng mellem låntagers betaling af rente og afdrag og betalingen til obligationsinvestorerne, ligesom kravet til låntager i tilfælde af variabelt forrentede obligationer følger kursudviklingen på obligationerne. Branchen er usikker på, om disse regler vil kunne videreføres med fælles EU-regler.

Foruden de problemstillinger, som konkret kan findes i høringsdokumentet, peger FR, RKF og RKR på forhold, hvor der vil kunne opstå vanskeligheder for dansk realkredit, hvorfor man opfordrer til, at man fra dansk side er opmærksom herpå i det videre arbejde. I denne sammenhæng fremhæves

det blandt andet, at FR, RKF og RKR ikke finder, at den danske erfaring til-siger, at der er behov for forbud mod koncerninterne derivater.<sup>11</sup>

I Danmark er der mulighed for at udstede obligationer og yde lån, selvom pantet i den faste ejendom ikke er endeligt tinglyst. FR, RKF og RKR fin-der, at sådanne fleksible nationale ordninger skal kunne bestå.

Konsultationspapiret berører i en række spørgsmål situationen, hvor uds-te-deren af covered bonds er gået konkurs. Det anføres af FR, RKF og RKR, at konsultationspapiret ikke i tilstrækkelig grad tager højde for det regelsæt, der følger af krisestyringsdirektivet (BRRD), og som supplerer national in-solvensregulering.

Et penge- eller realkreditinstitut (det långivende institut) kan finansiere ud-lån med pant i fast ejendom ved covered bonds udstedt af et andet pengein-stitut eller realkreditinstitut (det udstedende institut). Det kaldes for fælles funding. FR, RKF og RKR fastslår, at det er vigtigt, at velfungerende natio-nale ordninger for fælles funding kan opretholdes og henviser til den danske model herfor.

Landbrug og Fødevarer anfører med henvisning til det danske realkreditsy-stems store betydning for dansk landbrug, at en fælles EU-regulering må udformes, så den ikke på nogen måde diskriminerer den danske realkredit-model. Derimod finder man, at der bør være mulighed for, at elementer af den danske model kan løftes ind i EU-retten, så der ikke fremover skal bruges politisk kapital på at forsvare systemet. Man ønsker fra Landbrug og Fødevarer et billigt og velfungerende realkreditsystem, hvilket langt hen ad vejen er opnået med det nuværende danske system. Landbrug og fødevarer kan ikke vurdere, hvorvidt anbefalinger eller egentlig EU-regulering bedst sikrer disse hensyn, og man finder, at det må bero på en tæt føling med de videre overvejelser i EU om systemets konkrete udformning. Man opfordrer til fortsat tæt dialog mellem sektoren og myndigheder om sagen.

FSR – danske revisorer har oplyst, at de ikke har bemærkninger i relation til regnskabs- og revisionsmæssige forhold.

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

I flere EU-lande anvendes covered bonds kun i begrænset omfang i deres finansielle systemer, eller man anser covered bonds som usikre finansielle produkter. Det skønnes i forlængelse heraf, at flertallet af medlemslande vil stille sig positive over for tiltag, som sigter på at styrke sikkerheden forbun-det med covered bonds. Flere lande ventes i den forbindelse at hilse det vel-

---

<sup>11</sup> Koncerninterne derivater er derivater stillet inden for den samme finansielle koncern. Det kan fx være, hvor et realkreditinstitut bruger derivater for at afdække risici, hvor de-derivatmodparten er et koncernforbundet pengeinstitut, eller hvor et pengeinstitut bruger derivater til at afdække risici i pengeinstitutets egen cover pool.

komment, at der iværksættes tiltag, som fremmer brugen af covered bonds og dermed likviditeten på markedet.

Nogle lande har store markeder for covered bonds og vil formentlig ønske, at karakteristika ved deres egne modeller, som ikke altid svarer til det danske realkreditsystem, afspejles i en fælles EU-ramme.

Derudover ventes landenes holdninger at afspejle det forhold, at universalbanker er dominerende i Europa, hvorfor de ventes at stille sig positive over for regulering med dette udgangspunkt.

Det er endnu usikkert, hvorvidt landene vil foretrække anbefalinger fremfor regulering.

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

Den danske realkreditmodel har i forbindelse med tidligere forhandlinger af EU-lovgivning været udfordret på grund af dens særegne karakter. Det er vurderingen, at en fælles EU-ramme for covered bonds, som respekterer centrale elementer i den danske realkreditmodel, fremadrettet vil kunne tjene til beskyttelse af modellen. Dette er vurderingen, da centrale principper af afgørende betydning for modellen i en sådan situation ville kunne knæses på fælleseuropæisk niveau. I tråd med Kommissionens hensigt herom bør en fælles EU-ramme for covered bonds bygge på og tage hensyn til velfungerende nationale forretningsmodeller, herunder den danske realkreditmodel.

Regeringen stiller sig derfor positiv overfor, at der etableres en forpligtende fælles EU-ramme for covered bonds i form af et direktiv. Et direktiv vil kunne give passende fleksibilitet til landene ved implementering af reglerne i national lovgivning. I denne forbindelse lægges der dog afgørende vægt på, at centrale elementer i den danske realkreditmodel skal kunne rummes inden for en sådan ramme.

Af sådanne centrale elementer i den danske realkreditmodel er blandt andet muligheden for fortsat at udstede covered bonds inden for specialbankmodellen, balancprincippet, kapitalcenterstrukturen med seriereservefonde men uden selvstændige juridiske enheder, match funding og særlige konkursregler.

Udover ovenstående mere overordnede spørgsmål indeholder konsultationen adskillige mere tekniske emner. Regeringen vil forholde sig til de enkelte spørgsmål i konsultationen i høringssvaret, der fremsendes til Kommissionen. En kopi af høringssvaret vil blive tilsendt Folketingets Europaudvalg.

En endelig stillingtagen til eventuelle tiltag som opfølgning på konsultationen må dog i sagens natur afvente Kommissionens eventuelle fremsættelse af konkrete forslag.

**Tidligere forelæggelse for Folketingets Europaudvalg**

Sagen har ikke tidligere været forelagt Folketingets Europaudvalg.