

**Rapport om gjennomføring av EUs
verdipapiriseringsforordning
29.05.2019**

Rapport om gjennomføring av EUs verdipapiriseringsforordning

Innhold

1.	Innledning	6
2.	Bakgrunn.....	7
2.1	Innledning.....	7
2.2	Hva er verdipapirisering?	8
2.2.1	Tradisjonell verdipapirisering	8
2.2.2	Syntetisk verdipapirisering	10
2.2.3	Reverdipapirisering	10
2.2.4	Spesialforetaket	11
2.2.5	Asset-Backed Commercial Papers	11
2.2.6	Regnskapsmessig behandling	11
2.2.7	Ulikheter mellom verdipapirisering og obligasjoner med fortrinnsrett	12
2.2.8	Begrepsbruk	12
2.3	Omfang av verdipapirisering internasjonalt	13
2.4	Mulige fordeler med verdipapirisering.....	15
2.4.1	For banker og andre verdipapiriserere	15
2.4.2	For investorer	17
2.4.3	For låntakere og økonomien som helhet	17
2.5	Mulige risikoer ved verdipapirisering	18
2.5.1	Erfaringer fra den internasjonale finanskrisen	18
2.5.2	Avstand og dårlige insentiver	21
2.5.3	For investorer og økonomien som helhet.....	22
3.	Tidligere regler og gjeldende norsk rett.....	23
3.1	Tidligere regler	23
3.2	Gjeldende rett	25
3.2.1	Norske foretaks verdipapirisering	25
3.2.2	Kapitalkravsregelverket for banker og forsikringsforetak	25
3.2.3	Annet relevant regelverk	25
4.	Utgangspunkt for gjennomføring av verdipapiriseringsforordningen – nasjonale valg	26
4.1	Hovedinnholdet i forordningen	26
4.2	Utgangspunkt for gjennomføringen	27
4.3	Arbeidsgruppens vurderinger	27

5.	Verdipapiriseringsforordningen – generelle krav til verdipapiriseringer	28
5.1	Innledning.....	28
5.2	Krav til aktørene i en verdipapirisering.....	28
5.2.1	EØS-rett	28
5.2.1.1	Aktørene i en verdipapirisering	28
5.2.1.2	Krav til spesialforetaket	29
5.2.1.3	Tilbakeholdelsesplikt (engelsk: risk retention).....	29
5.2.1.4	Overføring av aktiva til spesialforetaket.....	30
5.2.1.5	Kriterier for innvilgning av lån.....	30
5.2.1.6	Transparenskrav for verdipapiriserer, organiserende foretak og spesialforetak...30	
5.2.1.7	Reverdipapirisering.....	31
5.2.2	Arbeidsgruppens vurderinger.....	31
5.2.2.1	Aktørene i en verdipapirisering	31
5.2.2.2	Administrasjonsforetaket	32
5.2.2.3	Spesialforetaket.....	32
5.2.2.4	Overføring av aktiva til spesialforetaket.....	34
5.2.2.5	Transparenskrav.....	34
5.2.2.6	Andre krav for verdipapiriserere	34
5.3	Krav til profesjonelle investorer i verdipapiriserte porteføljer.....	35
5.3.1	EØS-rett	35
5.3.2	Arbeidsgruppens vurderinger.....	36
5.4	Salg til ikke-profesjonelle (forbrukere).....	36
5.4.1	EØS-rett	36
5.4.2	Arbeidsgruppens vurdering.....	36
6.	Verdipapiriseringsforordningen – krav til STS-verdipapiriseringer	37
6.1	Innledning.....	37
6.2	Krav til eiendelsikrede obligasjoner (ikke-ABCP)	38
6.2.1	EØS-rett	38
6.2.1.1	Krav til enkelhet	38
6.2.1.2	Krav til standardisering.....	39
6.2.1.3	Krav til transparens.....	39
6.2.2	Arbeidsgruppens vurderinger.....	40
6.3	Krav til eiendelsikrede sertifikater (ABCP)	41
6.3.1	EØS-rett	41
6.3.1.1	Krav på transaksjonsnivå	41

6.3.1.2	Krav til organiserende foretak (sponsor)	41
6.3.1.3	Krav på programnivå	42
6.3.2	Arbeidsgruppens vurderinger	42
6.4	STS-underrettingskrav (melding til ESMA om verdipapiriseringsprogram)	43
6.4.1	EØS-rett	43
6.4.2	Arbeidsgruppens vurdering	43
6.5	Tredjemannskontroll av STS-verdipapiriseringer	43
6.5.1	EØS-rett	43
6.5.2	Arbeidsgruppens vurderinger	44
7.	Betingelser og prosedyrer for registrering av verdipapiriserings-registre	44
7.1	EØS-rett	44
7.1.1	Generelt	44
7.1.2	Krav til verdipapirregisteret	45
7.1.3	Behandling av søknader	45
7.1.4	Tilgang til registeret	45
7.1.5	Tilsyn	45
7.1.6	Sanksjoner og tilbakekall	46
7.2	Arbeidsgruppens vurderinger	46
8.	Kapitalkravsregler	47
8.1	Gjeldende rett	47
8.1.1	Kapitalkravsreglene for banker	47
8.1.2	Kapitalkravsregler for forsikringsforetak	47
8.1.3	OMF-foretak og konsolidering	48
8.2	EØS-regler	48
8.2.1	Kapitalkravsforordningen	48
8.2.1.1	Reglene for overføring av kredittrisiko	48
8.2.1.2	Kapitalkrav for investeringer i verdipapiriseringsposisjoner	50
8.2.1.3	Tilleggskrav for STS-verdipapiriseringer	51
8.2.2	Solvens II-forordningen	52
8.3	Arbeidsgruppens vurderinger	53
9.	Tilsyn og administrative sanksjoner	53
9.1	EØS-rett	53
9.2	Arbeidsgruppens vurderinger	54
9.2.1	Generelt	54
9.2.2	Sanksjonering	55

10.	Tilpasninger av norsk regelverk.....	56
10.1	Konsesjon som finansieringsforetak for spesialforetaket	56
10.2	Krav til administrasjonsforetaket.....	56
10.3	Låntakers rettigheter – krav til samtykke	57
10.4	Tilknytning til klagenemnd.....	59
10.5	Tinglysning	59
10.6	Rapportering etter gjeldsinformasjonsloven	61
10.7	Unntak fra taushetsplikt ved syntetisk verdipapirisering.....	61
11.	Økonomiske og administrative konsekvenser.....	62
11.1	Formålet med utredningen	62
11.2	Relevante tiltak	62
11.3	Prinsipielle spørsmål.....	62
11.4	Konsekvenser av å åpne for verdipapirisering i Norge	63
11.4.1	Konsekvenser for økonomien som helhet	63
11.4.2	Konsekvenser for ikke-finansielle foretak	64
11.4.3	Konsekvenser for investorer	66
11.4.4	Konsekvenser for husholdningene	66
11.4.5	Konsekvenser for finansforetak	68
11.4.6	Konsekvenser for myndigheter	68
11.5	Tiltak som må gjennomføres	69
11.6	Forutsetningene for en vellykket gjennomføring	69
	Verdipapirisering – lovforslag	70

1. Innledning

EUs forordning 2017/2402 om verdipapiriseringer (verdipapiriseringsforordningen) ble vedtatt 12. desember 2017. Samtidig ble det gjort tilpasninger i EUs kapitalkravsregelverk for banker (CRR / CRD IV) og forsikringsforetak (Solvens II), gjennom vedtakelsen av hhv. forordning 2017/2401 og forordning 2018/1221. De tre forordningene trådte i kraft i EU 1. januar 2019. Forordningene antas å være EØS-relevante, men er foreløpig ikke tatt inn i EØS-avtalen.

I brev av 3. desember 2018 ba Finansdepartementet Finanstilsynet om å sette ned og lede en arbeidsgruppe som skulle vurdere en norsk gjennomføring av forventede EØS-regler som svarer til verdipapiriseringsforordningen og tilpasningene i kapitalkravsregelverket. Foruten medlemmer fra Finanstilsynet og departementet, ba departementet om at Norges Bank ble invitert til å delta i arbeidsgruppen. Finanstilsynet ble også bedt om å opprette en referansegruppe bestående av representanter fra finansnæringen, dets foretakskunder og ev. andre berørte parter, herunder representanter fra Finans Norge, Næringslivets Hovedorganisasjon og Verdipapirforetakenes Forbund.

Arbeidsgruppen har bestått av:

- Cecilie Ask (Finanstilsynet), leder
- Kristin Holberg (Finanstilsynet)
- Ingrid Hyggen (Finanstilsynet)
- Arild Lund (Norges Bank)
- Caroline Steenstrup (Norges Bank)
- Tormod Fauske-Tho (Finansdepartementet)
- Tarjei Tyssebotn (Finanstilsynet)
- Jens Christian Werring-Westly (Finansdepartementet)
- Nikolai Wishman (Finanstilsynet)
- Marius Østli (Finansdepartementet)

Arbeidsgruppen har hatt møter og annen faglig kontakt med en referansegruppe som har bestått av:

- Anders Bruun-Olsen (Santander Consumer Bank AS)
- Arne Johan Hovland (Verdipapirfondenes Forening)
- Are Jansrud (Sparebank 1 Østlandet)
- Joar Johnsen (Finans Norge)
- Sverre Krog (DNB)
- Knut Erik Robertsen (Verdipapirforetakenes Forbund)
- Halvor E. Sigurdson (Næringslivets Hovedorganisasjon)

Kapittel 2 gir en generell beskrivelse av verdipapirisering og en omtale av verdipapiriseringsmarkedet internasjonalt. Tidligere norske regler om verdipapirisering og gjeldende norsk rett er omtalt i kapittel 3. Kapittel 4 beskriver arbeidsgruppens utgangspunkt for gjennomføring av verdipapiriseringsforordningen.

Verdipapiriseringsforordningens generelle bestemmelser er omtalt i kapittel 5, mens kravene til det som i forordningen er definert som enkle, transparente og standardiserte verdipapiriseringer er beskrevet i kapittel 6. Forordningens regler om verdipapiriseringsregistre er omtalt i kapittel 7.

Tilpasninger i EUs kapitalkravsregelverk for banker (CRR / CRD IV) og forsikringsforetak (Solvens II) til det nye verdipapiriseringsregelverket er beskrevet i kapittel 8.

Verdipapiriseringsforordningens bestemmelser om tilsyn og sanksjoner er omtalt i kapittel 9.

I kapittel 10 drøfter arbeidsgruppen behovet for endringer i norsk regelverk (utover å inkorporere forordningene i norsk rett). Økonomiske og administrative konsekvenser av arbeidsgruppens forslag er vurdert i kapittel 11.

Verdipapiriseringsforordningen og forordningene som endrer CRR / CRD IV- og Solvens II-finnes her:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DA/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017R2402&from=EN>
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1559053586118&uri=CELEX:32017R1221>
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1559053711683&uri=CELEX:32018R1221>

2. Bakgrunn

2.1 Innledning

Verdipapirisering innebærer konvertering av utlån og andre finansielle eiendeler til omsettelige verdipapirer. Det vil oftest være en bank som verdipapiriserer eiendeler, med det formål å redusere sin risiko eller finansiere utlånsvirksomheten, men ethvert foretak som eier utlån og andre finansielle eiendeler kan i prinsippet gjennomføre verdipapiriseringer. Et annet formål med verdipapirisering kan være å lette tilgangen til kreditt for enkelte låntakergrupper, samtidig som investorer får flere alternative investeringsmuligheter.

Verdipapirisering har vært lite brukt i Norge, men det har vært utbredt ellers i Europa og i enda større grad i USA. Selv om verdipapirisering på mange måter kan bidra til et mer effektivt finansmarked, viser erfaringene fra den internasjonale finanskrisen at uforsvarlig verdipapirisering kombinert med mangelfull regulering kan bidra til kompleksitet og sårbarhet i finanssystemet. Det er bred enighet om at en av årsakene til krisen var uforsvarlig utlånsvirksomhet og tilsløring av hvor risikoen befant seg, muliggjort av ulike varianter av verdipapirisering, først og fremst i USA.

EU etablerte i 2015 en tiltaksplan for å styrke det felles kapitalmarkedet i EU. Tiltakene skulle komplementere den såkalte bankunionen (harmonisert bankregulering og nye fellesinstitusjoner for eurosonen), styrke den økonomiske og monetære union og fremme euroens internasjonale rolle. Det ble spesielt pekt på at dypere integrasjon av kapitalmarkedene sammen med mer integrerte bankmarkeder ville kunne bidra til å opprettholde kapitaltilgangen på tvers av landegrensene også ved makroøkonomiske forstyrrelser.

Tiltak for å fremme verdipapirisering var ett av elementene i kapitalmarkedsunionen. Ved å verdipapirisere utlånsporteføljer, skulle bankene kunne tiltrekke seg nye investorer og frigjøre

kapital til nye utlån. Selv om tapene knyttet til verdipapiriseringer var langt mindre i Europa enn i USA, var det skepsis i det europeiske markedet i årene etter finanskrisen og omfanget av verdipapiriseringer var lavt. Kommisjonen presenterte beregninger som viste at dersom omfanget av verdipapiriseringer kom tilbake til nivået før finanskrisen, kunne det frigjøre EUR 100–150 milliarder i ny finansiering av økonomien.

EU har lagt vekt på at et nytt felles rammeverk for verdipapiriseringer skal bidra til å unngå feilene som ble begått før finanskrisen i 2008–2009. I tillegg til generelle regler om verdipapirisering, er det fastsatt regler om en ny klasse med verdipapiriseringer i form av enkle, transparente og standardiserte (STS) verdipapiriseringer som skal kunne skilles fra mer komplekse og risikofylte verdipapiriseringer. Kapitalkravene for banker og andre finansforetak knyttet til verdipapiriseringer differensierer mellom de ulike typene.

Dette kapitlet gir en oversikt over egenskaper, fordeler og risikoer ved verdipapirisering, samt utviklingen i markedene for verdipapirisering internasjonalt.

2.2 Hva er verdipapirisering?

2.2.1 Tradisjonell verdipapirisering

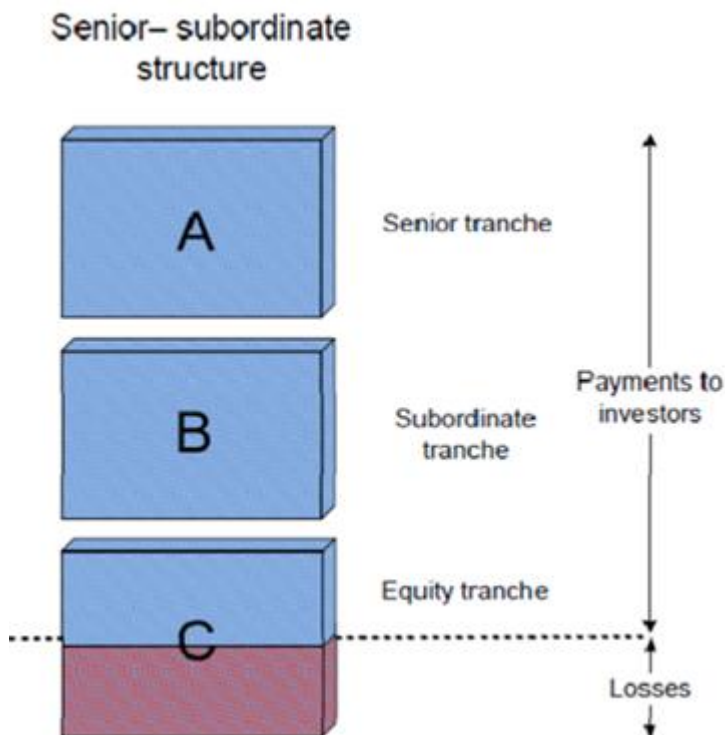
Begrepet verdipapirisering brukes om en prosess der finansielle eiendeler pakkes sammen med sine respektive kontantstrømmer, og konverteres til verdipapirer som kan omsettes i markedet. Med andre ord er det en måte å gjøre illikvide eiendeler om til omsettbare papirer. Tradisjonell verdipapirisering innebærer i utgangspunktet at en bank selger utlån til et spesialforetak hvis virksomhet er begrenset til å eie lånene og finansiere kjøpet gjennom utstedelse av obligasjoner (og ev. sertifikater hvis løpetiden er under ett år). Spesialforetaket bruker kontantstrømmene fra utlånene til å betjene obligasjonsgjelden. Banken kan bruke verdipapirisering til å redusere sin risiko på utlånene (risikoavlastning), og til å finansiere eksisterende og nye utlån. Jo større andel av kredittrisikoen på de verdipapiriserte utlånene som banken beholder, jo mer er verdipapiriseringen å regne som et finansieringsinstrument.

Verdipapirisering blir enklere hvis de underliggende lånene er forholdsvis like eller standardiserte. Boliglån, forbrukslån, billån og en del SMB-lån kan være eksempler på relativt standardiserte massemarkedslån som kan egne seg for verdipapirisering. Større foretakslån innen én spesifikk sektor kan også være egnet for verdipapirisering.

Spesialforetakets utlånsmasse og obligasjonsgjeld kan være strukturert på ulike måter. Den mest utbredte strukturen, som er den som reguleres av forordningen, innebærer at kontantstrømmene fordeles etter såkalte transjer med ulik risikoprofil, se figur 2.1. Investorene som eier den øverste transjen (A i figuren) får utbetalt renter og hovedstol før investorene i den neste transjen (B i figuren) ser noe til kontantstrømmene. Investorene i den nederste transjen (C i figuren) mottar det som måtte være igjen etter at de øvrige investorene har fått dekket sine krav. Den nederste transjen dekker dermed også tap først, og kalles derfor ofte egenkapitaltransjen eller førstetapstransjen. Er tapene på de underliggende lånene store nok, må også investorene i den neste transjen ta tap (og så videre oppover). Investorenes avkastningskrav er høyere jo høyere risikoen i den enkelte transje er. Dette er analogt med at egenkapital er dyrere finansiering enn gjeld for en bedrift.

Banken kan i prinsippet beholde mye, litt eller ingenting av kredittrisikoen på egen balanse, f.eks. i form av garantier eller eierskap i obligasjonene. Beholdes noe av risikoen, må banken sette av ansvarlig kapital til å dekke risikoen. Banken står dessuten oftest fortsatt for administrasjon av utlånene, kundeoppfølging mv. etter overføringen til spesialforetaket, og beholder slik en viss kobling til utlånene, selv om det ikke er formelle økonomiske forpliktelser.

Figur 2.1 Eksempel på en verdipapiriseringsstruktur



Kilde: Federal Reserve

Transjering er en viktig mekanisme for å oppnå risikoreduksjon på de beste seniortransjene. For å oppnå tilstrekkelig høy rating, er det vanlig å yte kredittforbedring til den porteføljen som verdipapiriseres. Denne gis normalt av verdipapiriserer i begynnelsen av verdipapiriseringen, men kan også gis av eksterne parter. Kredittforbedring fra opprinnelige långiver og/eller verdipapiriserer kan gis på forskjellige måter, for eksempel ved overpantsettelse, eller bruk av reservekonto. Kredittforbedring ved overpantsettelse oppnås ved at verdien på aktivaene i den underliggende porteføljen er høyere enn verdien av obligasjonene som er utstedt.

Dersom det er gitt kredittforbedring ved etablering av en reservekonto, vil denne dekke tap før investorene blir påført tap. Reservekontoen vil normalt fylles opp ved at det gis et ansvarlig lån til spesialforetaket. Det overskytende beløpet mellom de løpende innbetalingene spesialforetaket mottar og kostnadene (slik som utbetalinger til investorene, kostnader til administrasjon osv.) kan også overføres til reservekontoen. Dersom det gis et ansvarlig lån, vil ikke verdipapiriserer ha rett på rentebetalinger før alle investorene har fått sine betalinger fullt ut. Dersom det i en alvorlig krisesituasjon ikke skulle være tilstrekkelig innbetalte renter og avdrag til fullt ut å betjene seniortransjene, skal det ansvarlige lånet også nedskrives for å sikre betalingen til investorene.

Likviditetsfasiliteter skal sikre investorene punktlig betalinger. Dette inkluderer utjevning av forskjeller mellom innbetalingsmønsteret for de underliggende utlånene og obligasjonene og sikring

av betalingen i perioder med markedsure. Likviditetsfasiliteter brukes normalt bare når langsiktig gjeld finansieres ved at spesialforetak utstedersertifikater.

2.2.2 Syntetisk verdipapirisering

I motsetning til den tradisjonelle verdipapiriseringen, innebærer syntetisk verdipapirisering ingen overdragelse av lån. I en syntetisk verdipapirisering kjøper banken typisk en beskyttelse mot tap i definerte transjer av en spesifisert portefølje av underliggende utlån, men uten at det foretas noen overdragelse til et spesialforetak. Banken må derfor fremdeles sette av kapital for utlånsporteføljen, men da etter reglene for verdipapiriseringsposisjoner beskrevet i 8.2.1.2.

Den vanlige strukturen i såkalte "balance sheet-verdipapiriseringer" er at banken kjøper beskyttelse mot tap i en førstetapstransje eller annen subordinert transje for å redusere risikoen til seniortransjen.¹ Kapitalkravet for den beskyttede transjen vil avhenge av motpartens kredittverdighet. Den mest vanlige strukturen er at motparten er et ikke-rated spesialforetak som stiller kontantekvivalenter som sikkerhet for sine forpliktelser. Den beskyttede transjen blir i dette tilfellet nullvektet. Risikooverføringen i de beskyttede transjene skjer gjennom derivatkontrakter, garantier eller på annen måte.

En annen type syntetisk verdipapirisering er arbitrasjetransaksjoner. En arbitrasjetransaksjon innebærer at banken eller en annen aktør pakker sammen et utvalg kredittderivater og utsteder gjeldsinstrumenter med sikte på å tjene på prisforskjellen mellom de underliggende kredittderivatene og de utstedte gjeldsinstrumentene. Slike arbitrasjetransaksjoner har typisk vært gjort med kredittapsbytteavtaler ("credit default swaps", CDS-er)² som underliggende, for å gjenskape risikoen og avkastningen i en låneportefølje. Det utstedte gjeldsinstrumentet har blitt kalt "synthetic collateralized debt obligations" (CDO-er). En vanlig CDO er en form for reverdipapirisering med sikkerhet i underliggende eiendeler. Syntetiske CDO-er er ikke basert på faktiske eiendeler, men risikoen er isteden gjenspekt ved hjelp av kredittderivater. Utbredelsen av syntetiske CDO-er og vanlige CDO-er økte i forkant av finanskrisen. Syntetiske CDO-er var raskere og enklere å etablere enn vanlige CDO-er basert på verdipapiriserte boliglån, og de kunne potensielt gi høyere avkastning for investorene.³

2.2.3 Reverdipapirisering

Dersom én eller flere verdipapiriseringer inngår i en annen verdipapirisering, kalles det reverdipapirisering.⁴ Ikke-syntetiske CDO-er betegnes ofte som reverdipapiriseringer, siden de i mange tilfeller har verdipapiriseringer blant de underliggende eiendelene.

¹ Som beskrevet i punkt 2 6.1, skal EBA i samarbeid med ESMA og EIOPA utarbeide en rapport om muligheten for syntetisk STS-verdipapirisering. Det gjelder kun «balance sheet»-verdipapirisering, ikke arbitrasje-verdipapirisering, jf. forordningens forale avsnitt 24.

² En «credit default swap» (CDS) er en finansiell derivatavtale der selgeren av CDS-en betaler kjøperen dersom den underliggende gjelden i avtalen misligholdes. De fleste CDS-er krever kontinuerlige premieinnbetalinger fra kjøperen, og har dermed likhetstrekk med en forsikringskontrakt.

³ EU-kommisjonen (2015). Impact Assessment Accompanying, SWD (2015) 185.

⁴ Den britiske tilsynsmyndigheten FCA definerer re-verdipapirisering som en verdipapirisering der risikoen til den underliggende portefølje er inndelt i transjer hvor minst én av de underliggende instrumentene er en verdipapirisering.

2.2.4 Spesialforetaket

I de fleste former for verdipapirisering nevnt ovenfor, brukes såkalte spesialforetak som verktøy i transaksjonen. Spesialforetaket er typisk et "tomt" foretak uten annen funksjon enn å være den formelle eieren av eiendelene og utstederen av obligasjonene. Spesialforetaket eier ved en tradisjonell verdipapirisering de underliggende lånene og kanaliserer kontantstrømmene direkte fra låntakerne til investorene i obligasjonslånet. I en syntetisk verdipapirisering eier spesialforetaket ingen lån, men kanaliserer kontantstrømmene fra mottatte premiebetalinger til investorene, i tillegg til å stille sikkerhet for kredittbeskyttelse. Slike foretak skal verken ha overskudd eller bære tap, og har tradisjonelt ikke vært underlagt noen form for tilsyn eller soliditetskrav. Selskapsfunksjonene til spesialforetaket ivaretas oftest av et forvalterselskap som tilbyr "corporate services", dvs. styrefunksjoner, betaling av skatt og avgifter, rapportering til myndigheter mv. Særlig i Irland og Luxembourg er det veletablerte ordninger for bruk av en selskapsform som kan sammenlignes med aksjeselskaper med begrenset ansvar. Selskapene eies av en aksjeeier som representerer et veldedig formål (organisasjonsform som bare brukes for å gjennomføre et angitt formål). I disse landene er det en tradisjon foraktører som er spesialisert på ulike administrative tjenester til spesialforetak.

2.2.5 Asset-Backed Commercial Papers

"Asset-Backed Commercial Papers" (ABCP) er verdipapiriseringer med løpetid inntil ett år, og brukes som regel til å dekke bankers og bedrifters kortsiktige finansieringsbehov. ABCP skiller seg fra sertifikater utstedt av banker og bedrifter ("commercial papers") ved at ABCP har en låneportefølje (eiet av spesialforetaket) som "sikkerhet". Lånene i ABCP har tradisjonelt bestått av kredittkortgjeld, billån, studielån og CDO-er. Før den internasjonale finanskrisen var det små tap på ABCP-er. Mange banker hadde imidlertid brukt ABCP-spesialforetak til å investere i verdipapiriseringer og reverdipapiriseringer knyttet til boligmarkedet i USA og opplevde store tap under finanskrisen.

2.2.6 Regnskapsmessig behandling

Når banker verdipapiriserer utlån, kan de på nærmere fastsatte vilkår flytte lånene ut av den regnskapsmessige balansen.

Den nye internasjonale regnskapsstandarden for regnskapsføring av finansielle instrumenter (IFRS 9), viderefører tidligere regnskapsregler om fraregning (IAS 39). Fraregning er definert som fjerning av en tidligere innregnet finansiell eiendel eller finansiell forpliktelse fra et foretaks balanse.

Standarden bygger på en trinnvis test for å vurdere om en finansiell eiendel skal føres ut av balansen eller ikke. En eiendel fraregnes når retten til å motta kontantstrømmene fra eiendelen har utløpt eller er overført. I de tilfeller hvor eiendelen er overført til en motpart, må det vurderes om risiko og fordeler knyttet til eierskapet er overført eller beholdt. Hvis det vesentligste av risiko og fordeler er beholdt, fraregnes ikke eiendelen. Et eksempel på dette kan være et salg av en låneportefølje hvor selger garanterer for all risiko knyttet til porteføljen. Hvis foretaket har overført det vesentligste av risikoer og fordeler ved eierskap til eiendelen, fraregnes eiendelen.

Hvis det ikke er klart om risiko og fordeler er overført, følger det av standarden at det må vurderes om kontrollen over den finansielle eiendelen er beholdt. Hvis motparten har praktisk mulighet til å selge eiendelen, er kontroll ikke beholdt og eiendelen skal fraregnes. Hvis kontroll beholdes, skal

foretaket fortsatt regnskapsføre eiendelen i tråd med fortsatt involvering ("continuing involvement").

2.2.7 Ulikheter mellom verdipapirisering og obligasjoner med fortrinnsrett

Obligasjoner med fortrinnsrett (OMF), eller "covered bonds", er et finansieringsinstrument som har visse likhetstrekk med verdipapirisering. Utstederen beholder imidlertid hele kredittrisikoen og oppnår følgelig ingen lettelser i kapitalkravene. Obligasjonene er sikret direkte med boliglån eller andre pantelån, og verdien av sikkerheten må overstige verdien av obligasjonene. OMF kan bare utstedes av banker eller (som i Norge) kredittforetak som må oppfylle de samme soliditetskrav som banker. Strenge krav til belåningsgrad, overpantsettelse, og eierbankens garantier og likviditetsfasiliteter overfor OMF-foretak, gjør at OMF regnes som meget sikre verdipapirer. OMF er en viktig finansieringskilde for banker i mange land. Etter at OMF-regelverket ble innført i Norge i 2007, har OMF blitt en viktig finansieringskilde også for norske banker.

2.2.8 Begrepsbruk

Tabell 2.1 gir en oversikt over begreper som ofte brukes i forbindelse med verdipapirisering. Disse begrepene er benyttet i flere av figurene i kapittel 2.

Tabell 2.1 Forklaring av begreper

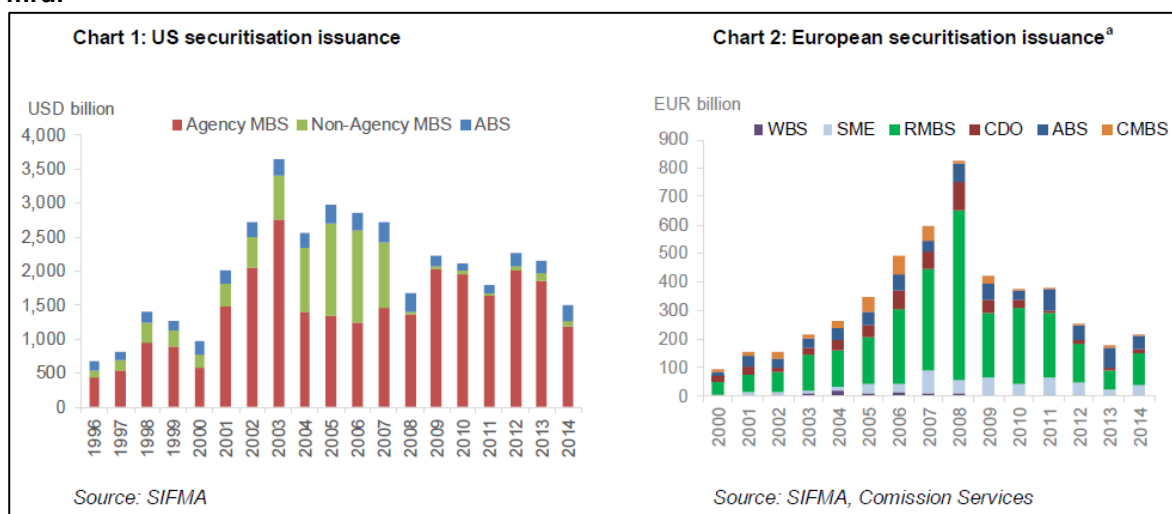
Forkortelse	Begrep	Forklaring
Agency MBS	Agency Mortgage-Backed Security	Verdipapirisering foretatt av et offentlig foretak (f.eks. Fannie Mae i USA) med eiendoms lån som underliggende
Non-Agency MBS	Non-Agency Mortgage-Backed Security	Verdipapirisering foretatt av et ikke-offentlig foretak med eiendom som underliggende
ABS	Asset Backed Security	Verdipapirisert instrument med én eller flere typer aktiva som underliggende
WBS	Whole Business Securitization	Verdipapirisering ved bruk av kontantstrømmene fra driften til en bedrift
SME	Small and Medium Enterprises	Verdipapirisering av lån til små og mellomstore bedrifter
RMBS	Residential Mortgage Backed Security	Verdipapirisering med boliglån som underliggende
CDO	Collateralized Debt Obligation	Gjeldsinstrument med sikkerhet i en underliggende portefølje av én eller flere typer verdipapirer, lån, derivater mv. Instrumentet er inndelt i transjer
CLO	Collateralized Loan Obligation	Gjeldsinstrument med sikkerhet i en underliggende portefølje av lån. Instrumentet er inndelt i transjer
CDS	Credit Default Swap	Finansiell derivatavtale der selgeren betaler kjøperen dersom den underliggende gjelden i avtalen misligholdes
CMBS	Commercial Mortgage Backed Securities	Verdipapirisering med næringseiendoms lån som underliggende
ABCP	Asset-Backed Commercial Paper	Sikrede papirer med løpetid inntil ett år. De utstedes ofte av spesialforetak ("conduits") som eier sikkerhetene. Sikkerhetene er normalt finansielle aktiva med god kredittvurdering (rating)

2.3 Omfang av verdipapirisering internasjonalt

Verdipapiriseringer er mer vanlig i USA enn i Europa, jf. figur 2.2. I begge områdene, men særlig i Europa, økte omfanget av verdipapiriseringer fram mot finanskrisen, da verdipapiriseringsmarkedet falt kraftig. Verdipapiriseringens rolle i krisen er nærmere omtalt i punkt 2.5.1.

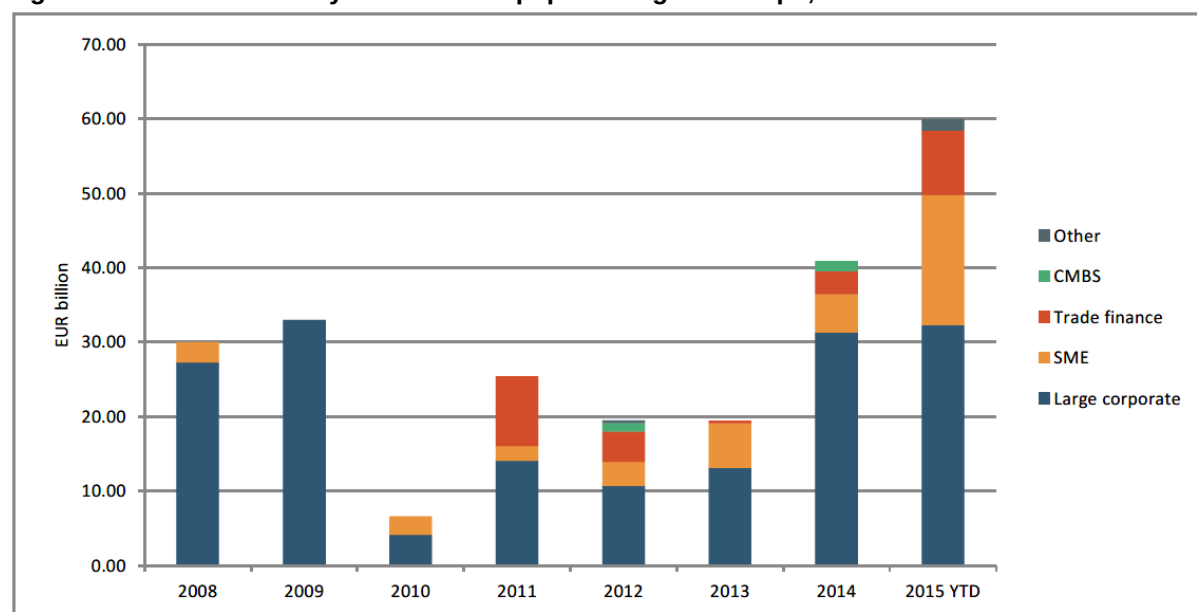
Siden 2009 har antallet verdipapiriseringer økt i USA, mens de har forblitt på et lavt nivå og til dels falt i Europa⁵. Figur 2.3 viser utstedelser av syntetiske verdipapiriseringer i Europa i årene etter finanskrisen, og er hentet fra EBAs rapport om syntetisk verdipapirisering. Den samme rapporten konkluderte med at markedet for syntetisk verdipapirisering i USA kollapset i 2007.

Figur 2.2 Årlige utstedelser av tradisjonelle verdipapiriseringer i USA og Europa, USD mrd. og EUR mrd.



Kilde: SIFMA, Commission Services

Figur 2.3 Utstedelser av syntetiske verdipapiriseringer i Europa, EUR mrd.



Kilde: EBA, (volum rapportert av tolv store europeiske utstedere (kan regnes som et beskjedent estimat))

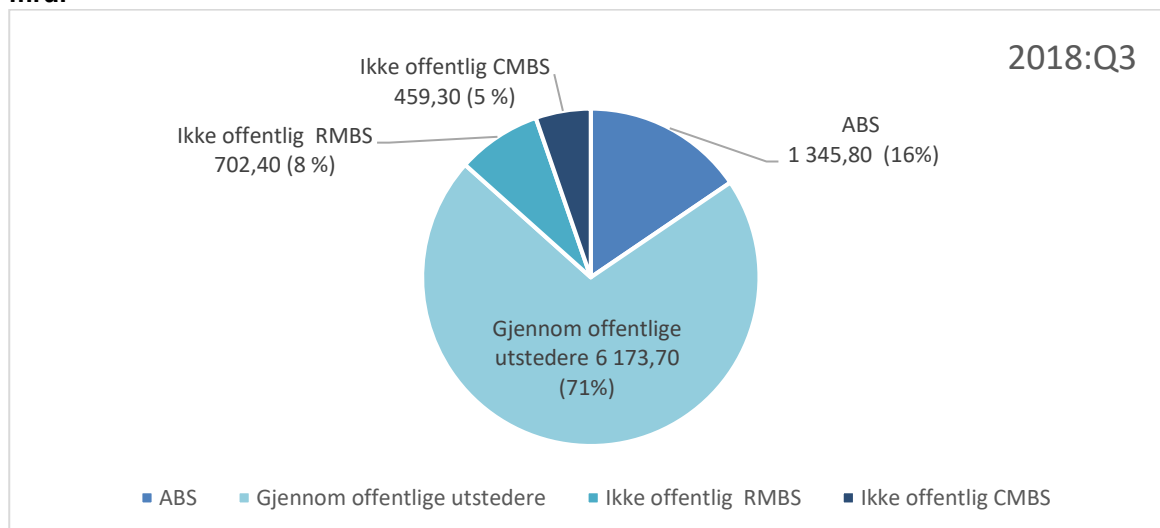
⁵ Det har derimot vært en kraftig vekst i utstedelsen av ABCP i Europa. Disse regnes ikke med som verdipapirisering i tallene fra Association for Financial Markets in Europe (AFME), se tabell 2.2 og figur 2.4.

EU-kommisjonen⁶ har bl.a. uttalt følgende om årsaken til den ulike utviklingen i verdipapiriseringsmarkedene i USA og Europa etter 2009:

"While securitisation markets in the US have different characteristics to those in the EU and the individual national constituent markets, which each have varying degrees of fragmentation and efficiency, their stronger recovery is at least in part due to the role of public sponsorship. Almost 80% of securitisation instruments in the US benefit from public guarantees from the US Government Sponsored Enterprises (e.g. Fannie Mae and Freddy Mac). Banks investing in these products consequently also benefit from lower capital charges under the US regulatory regime."

Figur 2.4 viser at verdipapirisering gjennom offentlige utstedere utgjorde mer enn 70 prosent av de utestående verdipapiriseringer i USA ved utgangen av 3. kvartal 2018. Figur 2.2 viser at denne typen verdipapiriseringer holdt seg godt oppe i USA også etter krisen.

Figur 2.4 Utestående tradisjonelle verdipapiriseringer i USA ved utgangen av 3. kvartal 2018, EUR mrd.



Kilde: AFME

Tabell 2.2 viser at verdipapiriseringer i Nederland utgjør mer enn 22 prosent av BNP, det høyeste i et utvalg europeiske land. Andelene er høye også i flere andre land, men svært lave f.eks. i Tyskland, Østerrike og Finland. Verdipapirisering av boliglån med pantesikkerhet dominerer markedet der verdipapirisering har noe særlig omfang. Verdipapirisering av lån med pant i næringseiendom (CMBS) forekommer omtrent bare i Storbritannia av landene i utvalget. ABS utgjør nær 5 prosent av BNP i Italia og Hellas og SME-verdipapiriseringer utgjør 3,8 prosent av BNP både i Belgia og Hellas.

⁶ EU-kommisjonen (2015). Impact Assessment Accompanying, SWD (2015) 185.

Tabell 2.2 Utestående europeiske verdipapiriseringer ved utgangen av 3. kvartal 2018 og OMF ved utgangen av 2017 i prosent av 2018 BNP. Se tabell 2.1 for forklaring av begrepene i tabellen.

	ABS	CDO/ CLO	CMBS	RMBS	SME	WBS/ PFI	TOTAL	Memo: OMF
Østerrike	0,1 %			0,3 %			0,4 %	13 %
Belgia	0,1 %			8,7 %	3,8 %		12,6 %	4 %
Finland	0,3 %					0,2 %	0,5 %	15 %
Frankrike	0,9 %			3,5 %			4,5 %	13 %
Tyskland	1,1 %			0,1 %	0,2 %		1,4 %	11 %
Hellas	4,6 %	1,0 %	0,1 %	0,6 %	3,8 %		10,1 %	5 %
Irland	0,3 %		0,1 %	8,6 %	0,1 %		8,9 %	6 %
Italia	3,7 %		0,2 %	3,4 %	0,8 %		8,1 %	8 %
Nederland	0,3 %		0,1 %	22,3 %			22,7 %	9 %
Portugal	1,8 %		0,3 %	9,0 %	2,1 %		13,3 %	2 %
Spania	2,0 %			9,6 %	1,2 %		12,8 %	20 %
UK	1,9 %	0,3 %	1,7 %	6,1 %	0,2 %	2,6 %	12,9 %	4 %
Memo: Norge Danmark Sverige								31 % 134% 47%

Kilder: AFME, ECBC, ECB

En gjennomgang av årsrapportene og pilar 3-rapportene til de største nordiske bankene viser at bruken av verdipapirisering er relativt lav i de nordiske landene. Dette gjelder også verdipapiriseringer bankene foretar på vegne av andre långivere, typisk selgerkreditter. Verken Handelsbanken eller Danske Bank har brukt verdipapirisering de siste årene. Nordea har verdipapirisert lån på i underkant av 10 mrd. EUR. SEB har tilrettelagt verdipapiriseringer på 10 mrd. SEK på vegne av klienter. Den svenske Finansinspektionen skrev i juni 2017:⁷

"Securitisation has so far been relatively uncommon in Sweden, but stricter capital requirements in recent years have created more incentives for banks to use securitisation, and the Swedish securitisation market may therefore develop quickly."

2.4 Mulige fordeler med verdipapirisering

2.4.1 For banker og andre verdipapiriserere

Verdipapirisering gir bankene nye finansieringsmuligheter og kan frigjøre kapital til nye utlån til husholdninger og foretak. Det kan også bidra til mer effektiv risikospredning for långivere og bedre

⁷ FI's Pillar 2 capital assessment method for systemic risk associated with securitisation, (2017) Finansinspektionen Memorandum.

tilgang til kreditt for enkelte låntakergrupper. Overføring av kredittrisiko fra banker til obligasjonsmarkedet kan bidra til mer effektiv risikostyring både i bankene og hos investorer i obligasjonsmarkedet. Verdipapirisering kan dessuten bidra til å gjøre det enklere for bankene å oppfylle kravene til samsvar mellom løpetid på eiendeler og likviditetskrav.

Verdipapirisering kan potensielt bidra til lavere finansieringskostnader og flere finansieringsmuligheter for bankene, bl.a. ved at kredittrisiko mer presist kan prises og overføres til investorer, tilpasset etterspørselen etter investeringsobjekter med ulike egenskaper. Federal Reserve (2010)⁸ skriver f.eks.at:

"Creating different securities, via a senior-subordinate structure, that appeal to different types of investors can increase the proceeds from underwriting securities backed by a particular pool of assets or, equivalently, reduce the cost of funding the structure. Thus a pool of loans may, in total, be worth more when securitized using a senior-subordinate structure than when using a pass-through structure. Investors specializing in understanding the risk of the underlying loans may find the risk-return profile of the bottommost tranche of certain senior-subordinate securities attractive, because of the assets in the pool, the structure of the securities, or some combination of factors. In addition, some investors might want to acquire assets that pay a high rate of return in periods of economic growth as part of a broader investment strategy. Such investors would be interested in the lower two tranches of the security. Finally, some types of investors would be interested in the relatively safe top tranche, either because of restrictions on the types of securities that they can purchase or because of a low appetite for risk. The return on this senior tranche might be expected to be relatively insensitive to changes in the aggregate state of the economy, barring a historically severe recession."

For finansforetak kan verdipapirisering gi bedre muligheter for diversifisering og risikostyring. Dette bl.a. fordi utlån med visse egenskaper kan flyttes ut av balansen uten at kundeforholdet må opphøre (det vanlige er at banken fortsetter å administrere kundeforholdet for spesialforetaket). En bank kan for eksempel spesialisere seg innenfor en bestemt type utlån, låntakergruppe eller geografisk nedslagsfelt. Lånene kan verdipapiriseres for å redusere eksponeringen mot disse kategoriene, og verdipapiriseringen kan sikre seg en bedre diversifisert aktivaside ved å kjøpe verdipapiriserte posisjoner med andre ønskede karakteristika. Et finansforetak kan også redusere løpetidsrisikoen ved å verdipapirisere langsiktige utlån. Banker som yter boliglån, har gjort dette ved å utstede OMF. Økt diversifisering av funding-kilder og overføring av risikoen som oppstår i løpetidstransformasjonen fra bankene til investorer, kan bidra til å redusere bankenes refinansieringsrisiko.

Tidligere empiriske studier har vist at bankenes kapitalkostnader, likviditetsbehov, kapitalbeholdning, størrelse og profitabilitet har betydning for i hvilken grad banker bruker verdipapirisering.⁹ Farruggio et al. (2015)¹⁰ skiller mellom bankenes beslutninger før og etter

⁸ Federal Reserve (2010). «Report to the Congress on Risk Retention», oktober 2010

⁹ Deku, S., Kara, A. & Zhou, Y. (2018). Securitization, bank behaviour and financial stability: A systematic review of the recent empirical literature, *International Review of Financial Analysis*, 61, 245-254.

¹⁰ Farruggio, C., & Uhde, A. (2015). Determinants of loan securitization in European banking, *Journal of Banking & Finance*, 56, 12-27.

finanskrisen. Før krisen spilte likviditetsmotivet en mindre rolle i bankenes beslutning. Banker med høyere tap på lånereserver (lavere kvalitet på porteføljen, og dermed høyere kredittrisiko) verdipapiriserte i mindre grad, mens de mer kostnadseffektive og lønnsomme, de som opererte i markeder med høy grad av konkurranse og de store bankene verdipapiriserte mer. I årene etter krisen har bildet endret seg. I denne perioden viser studien at likviditetsbehov og størrelsen på banken var de eneste signifikante forklaringsvariablene. Forskningen på verdipapirisering etter krisen er imidlertid svært begrenset, og konklusjonene må ses i lys av det.

2.4.2 For investorer

Verdipapirisering kan gi nye muligheter for risikostyring for investorer. Tilgang til nye aktiva-klasser øker muligheten for diversifisering av investorens portefølje. Verdipapirisering kan også stimulere obligasjonsmarkedet og øke tilgangen til dypere markeder og mer likvide plasseringer. Framveksten av både OMF og high yield-markedet har økt plasseringsmulighetene i det norske obligasjonsmarkedet betydelig de siste årene. Det er heller ikke restriksjoner på norske investorers adgang til å investere i utenlandske verdipapiriseringer.

2.4.3 For låntakere og økonomien som helhet

Verdipapirisering kan innebære nye lånemuligheter for enkelte låntakergrupper, og kanskje noe lavere rente for lån som egner seg for verdipapirisering. En kan heller ikke se bort fra at verdipapirisering fører til en utvikling av obligasjonsmarkedet som gjør det mulig for nye foretak å finansiere seg direkte i obligasjonsmarkedet. Verdipapirisering kan også bidra til å øke størrelsen på det norske obligasjons- og sertifikatmarkedet.

Verdipapirisering skaper nye muligheter for finansiering og risikostyring hos banker, låntakere og investorer. Det vil i seg selv kunne redusere både kreditt- og likviditetsrisiko i det finansielle systemet, også fordi verdipapirisering innebærer mer åpen informasjon om egenskaper ved utlånsporteføljer enn om utlånene er på bankenes balanse. Mer informasjon om utlånsporteføljer kan gi bedre grunnlag for aktørenes beslutninger om risikoreduserende tiltak.

Gjennom verdipapirisering vil kredittrisikoen knyttet til lån til norske låntakere kunne bli flyttet til profesjonelle investorer både i Norge og i utlandet, som må forventes å kunne vurdere risikoen og kreve riktig kompensasjon for den. Mange av disse investorene vil ikke ha noen kritisk rolle i det norske finansielle systemet. En kan altså oppnå mer effektiv risikodeling i markedet, ved at store enkeltforpliktelser heller diversifiseres på et bredt utvalg investorer. Redusert risiko i banksystemet vil være en fordel for finansiell stabilitet i Norge, særlig fordi det kan redusere sårbarheten til det norske betalingssystemet, som bankene dominerer. Studier internasjonalt viser at en forskyvning fra bankfinansiering til mer markedsfinansiering kan bidra til å redusere risikoen i det finansielle systemet.¹¹ Norges Bank (2011)¹² har skrevet følgende om dette:

"I utgangspunktet kan verdipapirisering ha positive virkninger for finansielle stabilitet dersom det bidrar til mer effektiv risikospredning og bedre tilgang til kreditt for enkelte

¹¹ Joost Bats and Aerd Houben: "Bank-based versus market-based financing: implications for systemic risk", Den nederlandske sentralbanken, Working Paper No. 577, Desember 2017

¹² Norges Bank (2011). Høringssvar 30. september 2011 til Finansdepartementets høring av Banklovkommisjonens NOU 2011: 8.

låntakergrupper. Overføring av kredittrisiko fra finansinstitusjonene til obligasjonsmarkedet kan bidra til mer effektiv risikostyring både i finansinstitusjonene og hos investorer i obligasjonsmarkedet. Det kan også gi tilgang til obligasjonsmarkedet for foretak som er for små til å legge ut egne obligasjonslån. Skal verdipapiriseringer ha disse gunstige effektene, er det viktig at det både skjer en vesentlig risikooverføring fra den utstedende finansinstitusjonen til obligasjonseierne og at obligasjonseierne har mulighet for å vurdere risikoen i obligasjonene og i de lånene som ligger til grunn for verdipapiriseringen."

Verdipapirisering kan også legge til rette for bedre krisehåndtering. For å begrense egen risiko, ønsker f.eks. sentralbankene i størst mulig grad å ha sikkerhet for tilførsel av ekstraordinær likviditet i krisesituasjoner. Det kan være bedre for sentralbankene å få sikkerhet i verdipapirer enn i enkeltutlån, ettersom verdipapirer representerer et mer likvid sikkerhetsobjekt. Dersom bankene gjennom verdipapirisering kan erstatte deler av utlånsporteføljene med verdipapirer, kan det tenkes brukt av banker i krise til å transformere aktiva til godkjente sikkerheter for lån i sentralbanken.¹³ For banker som allerede har verdipapirisert alle egnede utlån, er muligheten for slik sikkerhet oppbrukt.

I forbindelse med bankenes egen kriseberedskap og tiltaksplan for å forhindre krise, kan adgang til å benytte instrumenter som bidrar til å forenkle arbeidet med risikoreduksjon og likviditetstilførsel være viktig. Dette er særlig relevant i en bankspesifikk eller særnorsk krise der andre aktører har sin risikobærende evne intakt. Verdipapirisering vil også kunne lette arbeidet for krisehåndteringsmyndigheten ved at det kan gjøre det lettere å selge utlånsporteføljer i kriserammede banker. Det vil imidlertid være usikkerhet knyttet til markedene for verdipapirisering under en finanskrise, da forholdene som har påvirket bankene også vil påvirke de risiko- og lønnsomhetsvurderingene som investorene gjør.

Verdipapirisering innebærer at bankene kan frigjøre kapital som kan brukes til å gi nye lån. EU peker på dette som et av de viktigste formålene med den nye verdipapiriseringsforordningen. Dette argumentet er situasjonsbestemt. I situasjoner der en har et ønske om å stimulere utlånsveksten, og der alternative virkemidler for å få til det er oppbrukt, eller av andre grunner ikke kan brukes, vil det være positivt om bankene kan øke sin utlånskapasitet gjennom å verdipapirisere deler av sin utlånsportefølge. Norge kan også komme i en slik situasjon. Det vil være u hensiktsmessig, og trolig for sent, å etablere rammeverket for verdipapirisering etter at en slik situasjon har oppstått.

2.5 Mulige risikoer ved verdipapirisering

2.5.1 Erfaringer fra den internasjonale finanskrisen

Verdipapirisering har vært lite brukt i Norge, men det har vært utbredt ellers i Europa og i enda større grad i USA. I Europa har det stort sett vært beskjedne tap på verdipapirisering, mens det materialiserte seg store tap i USA under den globale finanskrisen i 2008–2009. Disse erfaringene tilsier at uforsvarlig verdipapirisering kombinert med mangelfull regulering kan bidra til kompleksitet og sårbarhet i finanssystemet. Blant årsakene til krisen "var uforsvarlig utlånsvirksomhet og tilsløring av hvor risikoen befant seg, muliggjort av ulike varianter av

¹³ Se *Shining a Light on Special Purpose Entities in Ireland*, Economic Letter Vol. 2018, No 11, Central Bank of Ireland

verdipapirisering", slik Finanskriseutvalget (2011)¹⁴ formulerte det. Utvalget skrev også bl.a. følgende om verdipapiriseringens rolle i forkant av finanskrisen:

"Siden rentene var lave, oppstod det en 'jakt' på høyere avkastning, bl.a. gjennom økt finansiell innovasjon. Komplisert verdipapirisering var f.eks. ment å skape kombinasjoner av risiko, avkastning og likviditet som var mer attraktive enn direkte eie av de underliggende eiendelene, så som boliglån.

I praksis skapte imidlertid den økte kompleksiteten fra verdipapirisering og annen finansiell innovasjon økt sårbarhet. Blant annet ble bankenes eksponering mot underliggende mer uoversiktlig, og kapitaldekningskravene for bankenes risiko ble også lavere. Den uheldige utviklingen ble muliggjort av svakheter i regulering og tilsyn i mange land. Deler av finansmarkedene var i det store og hele unntatt fra regulering flere steder, så som f.eks. handelen med mange finansielle derivater. Dette gjorde det mulig for banker og andre finansinstitusjoner å flytte aktiviteter til områder som enten var unntatt regulering, eller der kapitalkrav og andre virksomhetsregler var lempeligere. (...)

Et problem var at insentivene for utstederen av lånet til å gjøre en god kredittvurdering ble svakere, ettersom utstederen ikke selv skulle sitte med lånet. Den antatte likviditetsfordelen ved eie av verdipapiriserte fordringer skulle videre være at disse, i motsetning til underliggende fordringer, skulle være lett omsettelige. Denne fordelene viste seg imidlertid langt på vei å være illusorisk da misligholdet på underliggende eiendeler økte. En annen antatt fordel ved verdipapiriseringen var at den skulle bidra til å kanalisere risikoen ved de underliggende eiendelene ut fra bankene og det finansielle system, og over til 'eksterne' investorer som hadde bedre forutsetninger for å bære risikoen. Finanskrisen viste imidlertid at risikoen ved de verdipapiriserte produktene i stor grad forble i banksystemet (...).

Kjøperne av verdipapiriserte utlån har ikke direkte kjennskap til kvaliteten i den underliggende låneporteføljen. For at kjøpere likevel skulle kunne vurdere de kompliserte produktene, og for at f.eks. forsikringsselskaper i det hele tatt skulle kunne ha dem i sin portefølje, betalte utstederne ratingbyråer for å gi kredittvurderinger av produktene. Det at utstederen betaler for kredittvurderingen kan gi uheldige insentiver for ratingbyråene. (...) I ettertid er det klart at vurderingene fra ratingbyråene var for optimistiske. Urealistisk positive vurderinger av produktene bidro til å bygge opp risikoen i det finansielle systemet."

Lignende resonnementer om verdipapirisering som en medvirkende årsak til finanskrisen er framført fra mange hold, bl.a. Banklovkommisjonen (2011)¹⁵, Norges Bank (2011) og Kapitaltilgangsutvalget (2018)¹⁶.

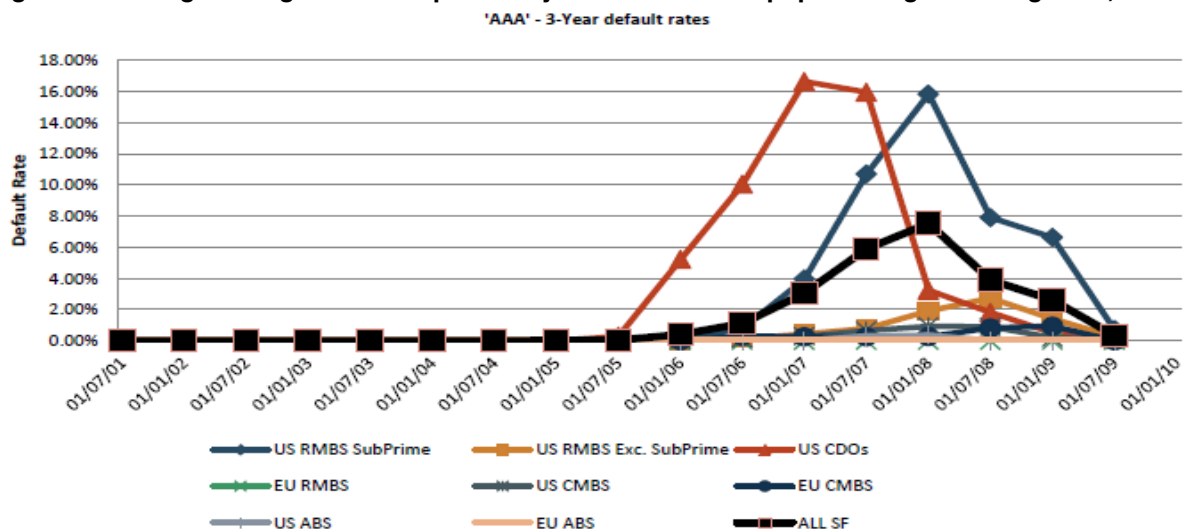
Tapene knyttet til verdipapiriseringer var svært lave i Europa, se figur 2.5 og 2.6, til tross for at det også der var en sterk økning i verdipapiriseringer med sikkerhet i boliglån fram mot krisen i 2008–2009, se figur 2.2.

¹⁴ Finanskriseutvalget (2011). «Bedre rustet mot finanskriser – Finanskriseutvalgets utredning», NOU 2011: 1

¹⁵ Banklovkommisjonen (2011). «Ny finanslovgivning», NOU 2011: 8

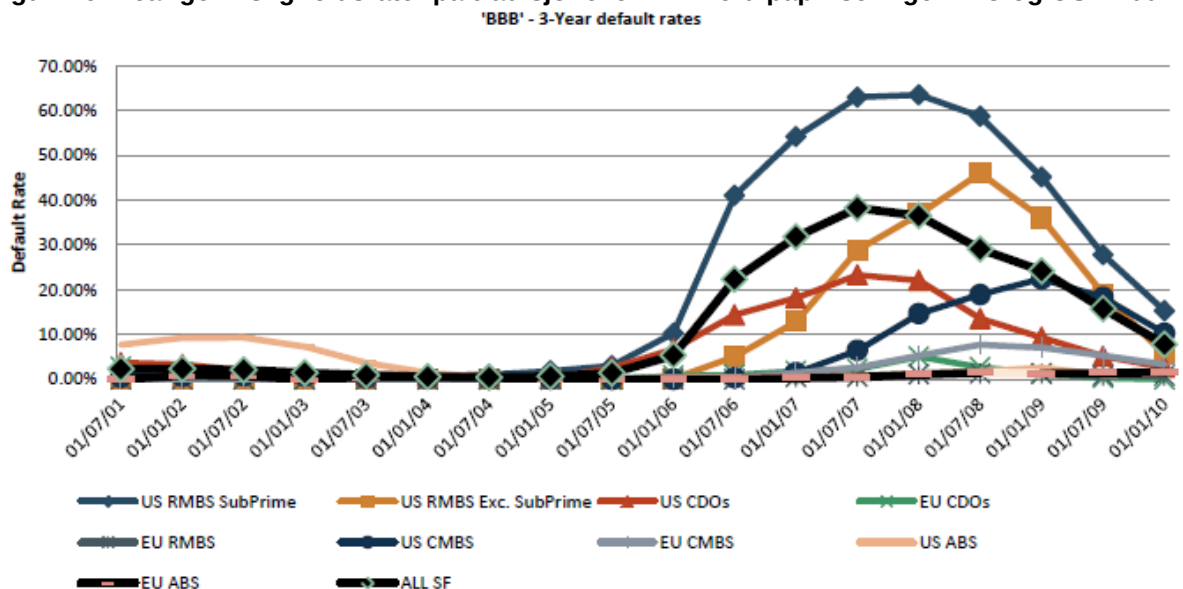
¹⁶ Kapitaltilgangsutvalget (2018). «Kapital i omstillingens tid – Næringslivets tilgang til kapital», NOU 2018: 5

Figur 2.5 Treårige misligholdsrater på tradisjonelle AAA-verdipapiriseringer i EU og USA, 2001–2010



Kilde: EBA Discussion Paper on simple standard and transparent securitisations, 14 October 2014

Figur 2.6 Treårige misligholdsrater på tradisjonelle BBB-verdipapiriseringer i EU og USA 2001–2010



Kilde: EBA Discussion Paper on simple standard and transparent securitisations, 14 October 2014

I et tilbakeblikk på utviklingen under krisen i 2008–2009, peker EBA på følgende forskjeller i verdipapiriseringer mellom USA og Europa:¹⁷

I USA var verdipapiriseringer karakterisert av blant annet:

- ulike interesser mellom verdipapiriseringer og investorer førte til svake risikovurderinger av lånene som ble verdipapirisert
- stort omfang av "originate to distribute" som forretningsmodell, der banker og andre långivere ga lån med formål om umiddelbart videresalg for verdipapirisering (i motsetning til å beholde lånene på egen balanse)

¹⁷ EBA report on qualifying securitization (2015), response to the commission's call for advice of January 2014 on long-term financing.

- bruk av feilaktige forutsetninger i risikomodelleringer både av kredittvurderingsselskaper og investorer
- stor grad av kompleksitet i transaksjonene
- investorene hadde mangelfull informasjon og gjorde tilsvarende svake risikovurderinger

Europeiske verdipapiriseringer var på den annen side preget av følgende forhold som bidro til lavere tap:

- begrenset omfang av "originate to distribute" som forretningsmodell
- større bredde i og bedre diversifiserte låneporteføljer inngikk i verdipapiriseringene
- verdipapiriserere bidro med tapsreducerende tiltak (credit enhancement)
- investorene lånefinansierte ikke kjøp av verdipapiriseringer
- ingen løpetidstransformasjon

2.5.2 Avstand og dårlige insentiver

Den mest åpenbare kilden til økt risiko ved verdipapirisering, og som materialiserte seg i USA før finanskrisen i 2008, er den avstand som skapes mellom verdipapirisereren og investoren som sitter med risikoen dersom låneforpliktelsene ikke overholdes. En verdipapiriserer som kan overføre all risiko til investorene, har mindre interesse av å sikre kvaliteten på porteføljen enn dersom de selv må bære risikoen. Studier¹⁸ viser at verdipapiriserere i USA stilte mindre strenge krav for å innvilge lån enn banker som i mindre grad verdipapiriserte porteføljen. Dette var en medvirkende årsak til den såkalte subprime-krisen i 2008, da en rekke verdipapiriserere var mer opptatt av økt lånevolum enn av kvaliteten på lånene. Effekten kan bli forsterket dersom kompensasjonsstrukturen hos verdipapirisereren i stor grad premierer utlånsvolum på kort sikt, uten å hensynta senere tapsutvikling.

Verdipapirisering kan også innebære at oppfølging av en låneportefølje foretas av et annet foretak enn det som innvilget lånet. Dersom det oppfølgende foretaket ikke tar del i risikoen i den verdipapiriserte porteføljen, eller ikke har en inntjening som avhenger av utviklingen på låneporteføljen, kan det gi svake insentiver til å følge opp utviklingen eller til å ta rettidige og tilstrekkelige grep ved mislighold. Studier¹⁹ av europeiske verdipapiriseringer har vist at selv om kvaliteten på den verdipapiriserte porteføljen ved utstedelse var like god som den porteføljen verdipapirisereren selv beholdt, faller kvaliteten raskere på de verdipapiriserte lånene på grunn av mindre grundig oppfølging.

Verdipapirisering reiser også spørsmål om forbrukervern og om verdipapirisering endrer bankens insentiver i en slik grad at det kan få konsekvenser for låntakerne. Dersom insentivene til å følge opp lånekundene svekkes når lånene overføres fra banken til et spesialforetak, kan det potensielt påvirke låntakeres muligheter til å refinansiere, forhandle om renten, eller til å innfri lån tidligere enn avtalt. Arbeidsgruppen har imidlertid forstått referansegruppen slik at oppfølgingen av kunder som har lån som er verdipapirisert, i all hovedsak er den samme som oppfølgingen av bankens kunder, se nærmere omtale i 10.2

¹⁸Keys, B.J., Mukherjee, T.K., Seru, A. and Vig, V. (2011), "Did securitization lead to lax screening: evidence from subprime loans 2001-2006", Quarterly Journal of Economics, Vol. 125, pp. 307-362.

¹⁹ "Securitization, credit risk and lending standards revisited"(2017), ECB Research Bulletin No 32

En annen risiko er at bankene verdipapiriserer sine beste lån eller sine mest tapsutsatte lån. Banken kan ønske å skille ut de beste lånene for verdipapirisering fordi disse lånene oppnår bedre betingelser, men en slik strategi vil også gi banken mindre rom til å benytte verdipapirisering som en funding-kilde ved eventuell markedsure med redusert likviditetstilgang og der investorene fortrekker mest mulig sikre plasseringer. Banken kan på den annen side ha som strategi å skille ut de mer tapsutsatte lånene for å redusere sin egen gjennomsnittlige risiko. Informerer ikke banken tilstrekkelig om dette, kan dette, som ved alle typer verdipapirer, føre til feilprising og at investorer tar en større risiko enn de i utgangspunktet ønsker. Studier²⁰ viser at mange banker i USA i opptakten til finanskrisen i 2008 solgte ut de antatt dårligste boliglånene.

2.5.3 For investorer og økonomien som helhet

Verdipapiriseringstransaksjoner er mer strukturelt komplekse enn ordinære obligasjoner. Det er flere parter involvert og strukturen med ulike transjer kan være krevende å forstå.

En faktor bak de store globale ringvirkningene av tapene knyttet til verdipapiriseringer i USA under finanskrisen, var mangelfulle kapitalkrav til finansielle foretak som investerte i slike instrumenter. I verste fall kunne verdipapirisereren kjøpe tilbake sin egen verdipapiriserte portefølje med et lavere kapitalkrav enn om de hadde beholdt porteføljen på egen bok uten verdipapirisering. Banker og andre finansforetak ble påført store tap på verdipapirer som var ansett som nær risikofrie og derfor hadde lave kapitalkrav. Dette skyldtes i stor grad at kredittratinger ble brukt som grunnlag for kapitalkravene. Da tapene etter hvert oppstod, ble det klart at ratingbyråene hadde vurdert tapsrisikoen feil. Også kompleksiteten i verdipapiriseringer bidro til at mange investorer lente seg på ratingbyråene for informasjon om risikoen i produktene. Når ratinger ble tillagt stor vekt, kunne ratingendringer på kort tid utløse kraftigere prisendringer, skape usikkerhet om risikoutviklingen i andre verdipapiriseringer og gi opphav til uro i finansmarkedene.

Tilgang til verdipapirisering gir banker muligheten til å øke lånetilbudet²¹, og det kan ikke utelukkes at det generelle gjeldsnivået i økonomien kan øke som følge av verdipapirisering. Bedre mulighet til å diversifisere risiko, og flere finansieringsmuligheter, vil kunne gjøre det mer attraktivt for både de store bankene og nisjebankene å øke lånetilbudet. Dermed kan gjeldsnivået øke hos husholdninger og foretak. Det kan i prinsippet få konsekvenser for den finansielle stabiliteten.

Etter finanskrisen har en rekke tiltak blitt iverksatt for å redusere faren for at investorer handler mekanisk basert på ratinger, og kredittvurderingsbyråer i EØS-området har blitt underlagt konsesjonsplikt med strenge krav til metodikk og uavhengighet.

Etter finanskrisen kom det også nye anbefalinger om skjerpede regler om verdipapirisering i bankregelverket fra Baselkomitéen (de såkalte Basel 2.5-anbefalingene). Anbefalingene innebar bl.a. strengere kapitalkrav for reverdipapiriseringer og innføring av en plikt til tilbakehold av en viss økonomisk interesse i en verdipapirisering.

²⁰ "Securitization and Mortgage Default" Ronel Elul, Federal Reserve Bank of Philadelphia (2011) og "Securitization, credit risk and lending standards revisited"(2017), ECB Research Bulletin No 32

²¹ Deku, S., Kara, A. & Zhou, Y. (2018). Securitization, bank behaviour and financial stability: A systematic review of the recent empirical literature, *International Review of Financial Analysis*, 61, 245-254.

Selv om risikoen i de verdipapiriserte porteføljene økonomisk sett er fjernet fra bankens balanse, kan det fortsatt være bindinger til banken. Banken kan f.eks. pådra seg omdømmerisiko dersom det skulle oppstå tap i en verdipapirisering som de verdipapiriserte. Av hensyn til videre verdipapiriseringer eller mulige smitteeffekter til andre funding-kilder, kan bankene i en slik situasjon se seg forpliktet til å dekke tap med de følger det i så fall vil ha for bankenes soliditet. Det er imidlertid ikke klart i hvilket omfang bankene under finanskrisen 2008 dekket tap utover kontraktsmessige forpliktelser. Etter forordningen er støtte bare tillatt dersom den er basert på prinsippet om armlengdes avstand og er blitt tatt med i vurderingen av om det foreligger en vesentlig risikooverføring.

Bankene har også opplysningskrav overfor investorer og myndigheter, og plikt til å beskytte nødvendige kundedata. Mangelfull oppfyllelse av disse kravene kan også innebære omdømmerisiko.

3. Tidligere regler og gjeldende norsk rett

3.1 Tidligere regler

Fra 2004 til den ble erstattet av finansforetaksloven i 2016, inneholdt finansieringsvirksomhetsloven egne regler om overdragelse av utlånsporteføljer fra finansforetak til spesialforetak for verdipapirisering. Slike overdragelser skulle på forhånd meldes til Finanstilsynet, og det var flere regler om forholdet mellom spesialforetaket og finansforetaket, herunder bestemmelser som avgrenset mulighetene til å påta seg ansvar knyttet til den overdratte låneporteføljen, til å ha eierandeler i spesialforetaket mv. Finansforetaket kunne ikke holdes ansvarlig ved mislighold av spesialforetakets obligasjonslån, ei heller eie mer enn 5 prosent av obligasjonene i et obligasjonslån utstedt av spesialforetaket (og da som ledd i markedspleie). Spesialforetaket var unntatt fra krav om konsesjon, tilsyn og kapitaldekning mv., og kunne ikke drive annen virksomhet enn å erverve, eie og inndrive den overdratte utlånsporteføljen. Det var også krav om at finansforetaket forut for overdragelsen skulle gi informasjon til låntakerne, og at låntakeren skulle gis en rimelig frist til å nekte samtykke til overdragelsen. I Ot.prp. nr. 104 (2001–2002) uttalte Finansdepartementet følgende om disse reglene:

"Det foreslås at spesialforetaket skal unntas fra krav til konsesjon, eierbegrensningsregler, kapitaldekning, tilsyn osv. slik at det blir rimeligere å finansiere utlånsvirksomheten på denne måten enn dersom den overdragende finansinstitusjonen skulle beholde utlånene på egen bok. Bestemmelsene er utformet slik at den overdragende institusjonen ikke kan påta seg noen form for ansvar for de forpliktelser låntagerne får overfor spesialforetaket etter overdragelsen. Hensikten er å overføre risiko fra den overdragende institusjon til spesialforetaket og obligasjonseierne. Det er knyttet visse betenkeligheter, både av prinsipiell og praktisk art, til verdipapirisering, men av konkurransemessige hensyn fremmer departementet likevel forslag om verdipapirisering etter en helhetsvurdering."

Det ble bare gjennomført et fåtalls verdipapiriseringer etter dette regelverket, og da basert på billån. Reglene som la til rette for verdipapirisering ble opphevet med virkning fra januar 2016, i tråd med en anbefaling fra et flertall i Banklovkommisjonen (2011):

"Ut fra [erfaringene fra den internasjonale finanskrisen] mener Banklovkommisjonen at finansieringsvirksomhetslovens regler om verdipapirisering av låneporteføljer nå bør oppheves. Gjennom lovens regelverk om obligasjoner med fortrinnsrett vil banker og kredittforetak kunne utnytte låneporteføljer som grunnlag for ny tilførsel av likviditet på en betryggende måte. Banklovkommisjonen mener at prinsipielt bør denne form for virksomhet ikke kunne drives av foretak som er unntatt fra konsesjons- og kapitalkrav og reglene om finansielt tilsyn. Dette er vesentlig også for å sikre ordnede forhold i obligasjonsmarkedet, og motvirke markedsreaksjoner utløst av usikkerhet knyttet til obligasjoner utstedt av frittstående spesialforetak uten bånd til den finansgruppe som initierer transaksjonen."

Et mindretall i Banklovkommisjonen, bestående av representanter fra finansnæringen, var uenig i dette, og pekte bl.a. på at norske banker kunne ha nytte av å bruke verdipapirisering til å diversifisere sin finansiering, og at internasjonale regelverksanbefalinger la til rette for en mer regulert form for verdipapirisering. Mindretallet i Banklovkommisjonen (2011) uttalte også:

"Disse medlemmene mener at det ikke er grunn til å anta at en videreføring av bestemmelsene om verdipapirisering i finansieringsvirksomhetsloven vil skape fare for at man i det norske markedet skal få problemer av den art som bidro til å utløse finanskrisen i andre land. Dette har særlig sammenheng med de strenge kravene [loven] stiller til foretakene og de aktuelle transaksjoner som betingelse for at det ikke skal oppstå krav om konsesjon, tilsyn og kapitaldekning. I sum innebærer disse vilkår en sterk grad av separasjon mellom spesialforetaket og finansinstitusjonen. (...) Finanstilsynet er dertil gitt hjemmel til å fastsette forskrift med ytterligere regler om finansinstitusjonens forhold til spesialforetaket og til låneporteføljene."

I sitt lovforslag sluttet Finansdepartementet (2014) seg til vurderingen fra flertallet i Banklovkommisjonen, og viste bl.a. til at OMF-regelverket gir bankene gode muligheter for å innhente markedsfinansiering, og at det var mange eksempler internasjonalt på at verdipapirisering har hatt negative virkninger for finansiell stabilitet. Departementet uttalte videre:

"Oppmerksomheten om negative følger av verdipapirisering og om hvilke krav som i tilfellet bør stilles for at verdipapirisering skal kunne bidra til finansiell stabilitet, har økt. Det legges i norsk finansmarkedsregulering stor vekt på at lik risiko bør reguleres likt, og ved verdipapirisering må det i tilfelle stilles krav til spesialforetak for verdipapirisering og forholdet mellom overdragende bank og spesialforetaket som ivaretar dette. Etter departementets vurdering stiller ikke de gjeldende reglene i [finansieringsvirksomhetsloven] tilstrekkelige krav. (...)

Departementet har merket seg innspillene fra flere av høringsinstansene om at det vil kunne være hensiktsmessig å lage nye regler om verdipapirisering. Departementet vil vurdere dette, og eventuelt komme tilbake med forslag på et senere tidspunkt. Det kan finnes typer av kredittporteføljer i foretak som ikke kan utstede obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) som kan være egnet til verdipapirisering, men det finnes også andre instrumenter enn verdipapirisering som kan ivareta slike finansieringsbehov."

Stortinget vedtok i 2015 å oppheve de særskilte reglene for verdipapirisering i tråd med departementets forslag.

3.2 Gjeldende rett

3.2.1 Norske foretaks verdipapirisering

Etter finansforetaksloven § 2-1 kan finansieringsvirksomhet bare drives av banker, kredittforetak og finansieringsforetak med tillatelse til å drive slik virksomhet. Også det å overta kreditorposisjonen, for eksempel som et spesialforetak for verdipapirisering, anses som finansieringsvirksomhet. Det innebærer at spesialforetaket blir underlagt tilsyn og kapitalkrav mv. Kravet til konsesjon og kapitalkrav mv. innebærer, slik arbeidsgruppen forstår det, at det ikke er praktisk mulig for norske foretak å verdipapirisere basert på norsk spesialforetak.

Utenlandske spesialforetak omfattes av finansforetaksloven dersom de driver grensekryssende virksomhet i Norge. Banklovkommisjonen (2001) la til grunn at også utenlandske spesialforetak som overtar lån fra norske låntakere, der lånet normalt er sikret med pant etablert i Norge, driver finansieringsvirksomhet som er konsesjonspliktig etter norske regler. Banklovkommisjonen la til grunn at dette vil gjelde selv om spesialforetaket ikke har direkte kontakt med de norske låntakerne. Finanstilsynet har imidlertid i konkrete saker lagt til grunn at utenlandske spesialforetak kan overta norske utlånsporteføljer uten konsesjonsplikt. Tilsynets vurderinger har vært basert på spesialforetakets rolle i kredittgivningen/inndrivningsfasen og ved oppfølgingen av lånekundene.

3.2.2 Kapitalkravsregelverket for banker og forsikringsforetak

Gjeldende regler om kapitalkrav ved verdipapirisering i kapitalkravsforskriften for banker mv.²², samsvarer i hovedsak med reglene i kapitalkravsforordningen før endringsforordning 2017/2401. Når banker verdipapiriserte låneporteføljer ved tradisjonell verdipapirisering, skal lånene ikke inngå i beregningsgrunnlaget for kapitalkrav. En forutsetning er imidlertid at risikoen reelt er overført til investorer. Det er gitt nærmere regler om når risikoen anses overført. Når banker tilbakeholder eller investerer i verdipapiriseringssposisjoner, må banken oppfylle kapitalkrav for risikoen forbundet med dette.

Solvens II-forskriften²³ gjennomfører EU-kommisjonens utfyllende forordning til Solvens II-direktivet²⁴, som bl.a. omfatter kapitalkrav for forsikringsforetaks investeringer i verdipapiriseringer.

De relevante bestemmelsene er nærmere omtalt i kapittel 8 om kapitalkravsregler.

3.2.3 Annet relevant regelverk

Finansforetakslovens krav til tillatelse for å drive finansieringsvirksomhet kan ha betydning for hvordan norske låneporteføljer kan verdipapiriseres. Det samme gjelder bl.a. finansavtalelovens krav til samtykke fra låntaker ved overdragelse av lån til andre enn finansforetak. Relevante bestemmelser er nærmere omtalt i kapittel 10.

²² Forskrift 14. desember 2006 nr. 1506 om kapitalkrav for banker, kredittforetak, finansieringsforetak, holdingforetak i finanskonsern, verdipapirforetak og forvaltningsselskaper for verdipapirfond mv. (kapitalkravsforskriften).

²³ Forskrift 25. august 2015 nr. 999 til finansforetaksloven om gjennomføring av Solvens II-direktivet (Solvens II-forskriften).

²⁴ Delegert kommisjonsforordning 2015/35.

4. Utgangspunkt for gjennomføring av verdipapiriseringsforordningen – nasjonale valg

4.1 Hovedinnholdet i forordningen

Verdipapiriseringsforordningen gjelder der kredittrisikoen ved en portefølje av eksponeringer²⁵ overføres til et spesialforetak som finansieres kjøpet av eksponeringene gjennom utstedelse av obligasjoner²⁶. Forordningen definerer verdipapirisering som en transaksjon der kredittrisikoen i en portefølje "deles i transjer" og har visse egenskaper. Verdipapirisering kan gjennomføres som en tradisjonell eller syntetisk verdipapirisering, og forordningens regler omfatter begge formene for verdipapirisering.

Forordningen består av en generell del som gjelder alle typer verdipapiriseringer og en spesiell del som gjelder en standardisert type verdipapirisering, kalt STS. De generelle bestemmelsene for verdipapirisering følger av kapittel 1–3 i forordningen. Det er bl.a. stilt krav til due diligence for institusjonelle investorer, tilbakeholdelse (risk retention) og transparens for partene involvert i en verdipapirisering. I tillegg er det fastsatt generelle krav til kredittgivningspraksis knyttet til porteføljer som verdipapiriseres, restriksjoner på salg av obligasjoner til forbrukere, forbud mot reverdipapirisering, krav til spesialforetaket og krav til et verdipapiriseringsregister. Det vises til nærmere omtale i rapporten kapittel 5. Reglene om verdipapiriseringsregistre er omtalt i kapittel 7.

Forordningens kapittel 4 regulerer standardiserte verdipapiriseringer. Slike såkalte "STS-verdipapiriseringer" har høyere krav til enkelhet, transparens og standardisering. Dette er en produktregulering, det vil si at verdipapiriseringer som ikke oppfyller disse kravene ikke kan selges/markedsføres som STS-verdipapiriseringer. Slike verdipapiriseringer vektet lavere i kapitalkravsammenheng. STS-verdipapiriseringer er nærmere omtalt i rapporten kapittel 6.

Forordningen inneholder også regler om tilsyn og sanksjoner. Disse reglene er nærmere omtalt i kapittel 9.

Reglene i forordningen er offentligrettslige. Det innebærer at det er fastsatt en rekke krav som må være oppfylt for at foretakene skal kunne foreta verdipapiriseringer og tilhørende sanksjoner for brudd på kravene. Det er ikke gitt regler om hvilke forhold som skal reguleres i avtalen mellom långiver og låntaker.

I tillegg til verdipapiriseringsforordningen, er det gitt regler om den kapitalkravsmessige behandlingen av verdipapiriseringer. For banker er slike regler gitt i forordning 2017/2401, som endrer kapitalkravsforordningen CRR (forordning 575/2013). For forsikringsforetak er reglene gitt i forordning 2018/1221, som endrer Solvens II-forordningen. Det vises til nærmere omtale i kapittel 8.

²⁵ Arbeidsgruppen bruker uttrykket lån og låneporteføljer, selv om det også er andre typer eksponeringer som kan verdipapiriseres.

²⁶ Arbeidsgruppen bruker uttrykket obligasjoner om de verdipapirer som utstedes ved verdipapirisering av låneporteføljer. Begrepet omfatter også sertifikater (løpetid inntil ett år).

4.2 Utgangspunkt for gjennomføringen

EØS-relevante forordninger må gjøres til en del av norsk rett. Dette er forstått slik at forordningene skal gjennomføres i nasjonal rett ord for ord. Norske myndigheter kan ikke endre ordlyden eller på annen måte omforme reglene for å få dem til å passe bedre inn i norsk rett.

Forordninger vil alltid innebære fullharmonisering. Nasjonale myndigheter kan som utgangspunkt ikke fastsette regler som avviker fra forordningen, hverken ved å gi strengere eller lempeligere regler. De forhold som er regulert i forordningen erstatter også reglene om fri bevegelse i EØS-avtalen. Dette innebærer at nasjonale myndigheter heller ikke kan påberope seg allmenne hensyn for å innføre tiltak som strider mot bestemmelser i forordningen.

Norske myndigheter kan fortsatt regulere forhold av betydning for verdipapirisering som ikke direkte reguleres av forordningen. Reguleringen kan imidlertid ikke være i strid med formålet bak forordningen, og må være i samsvar med generelle EØS-rettslige prinsipper, som de fire friheter og læren om tvingende allmenne hensyn²⁷. EØS-avtalen artikkel 3 oppstiller en lojalitetsplikt for avtalepartene. Denne er i NOU 2012: 2 (Europautredningen) (kapittel 7.5) beskrevet som følger:

"Som det fremgår av ordlyden, går lojalitetsplikten etter artikkel 3 mye lengre enn bare til å kreve formelt korrekt gjennomføring av EU/EØS-retten. Nasjonale myndigheter har også påtatt seg en plikt til å søke å få den til å fungere så godt som mulig – både til å treffe vedtak for å oppfylle avtalen så godt som mulig, til ikke å treffe [vedtak] som motvirker den, og til generelt å lette samarbeidet etter beste evne."

4.3 Arbeidsgruppens vurderinger

I tråd med utgangspunktene nevnt i punkt 4.2, legger arbeidsgruppen til grunn at verdipapiriseringsforordningen skal gjennomføres i norsk rett ved inkorporasjon. Arbeidsgruppen foreslår at forordningen inkorporeres i finansforetaksloven kapittel 11.

I tillegg til inkorporasjon av selve forordningen, må eventuelle nasjonale lovregler som er i strid med forordningen endres. Det må også vurderes om det er behov for å gi utfyllende regler på områder som ikke er dekket av forordningens regler. Arbeidsgruppen legger til grunn at forordningens offentligrettslige krav kan suppleres med privatrettslige krav om forholdet mellom avtalepartene i den underliggende låneavtalen, eller med selskapsrettslige krav til foretakene som er involvert.

Forordningens formål er å legge til rette for et felles europeisk marked for verdipapiriseringer. Supplerende norske regler må begrunnes i allmenne hensyn. Arbeidsgruppen har tatt utgangspunkt i at det bare kan fastsettes nasjonale regler, i tillegg til forordningen, der forholdet ikke er regulert i forordningen og hvis slike regler kan begrunnes i viktige hensyn til låntakere eller andre.

Som redegjort for i kapittel 3, innebærer gjeldende norsk rett at det er praktisk vanskelig å verdipapirisere for norske foretak. Arbeidsgruppen forstår det som at dette i stor grad er knyttet til norske regler om konsesjonsplikt for finansieringsvirksomhet (som ikke følger av felles EØS-

²⁷ Dvs. at tiltaket må forfølge legitime formål, være egnet til å oppnå formålet og ikke være mer inngripende enn det som er nødvendig.

regulering), krav til samtykke ved overdragelse av lån av hensyn til forbrukere, mv. Arbeidsgruppens vurderinger av disse problemstillingene omtales i kapittel 10.

Ifølge referansegruppen har også Basel I-gulvet vært en av årsakene til at norske IRB-banker ikke har foretatt syntetisk verdipapirisering, siden Basel I-reglene ikke har regler om reduserte kapitalkrav når risiko overføres til investorer ved verdipapirisering. Tilsvarende kan dagens krav til uvektet kjernekapitalandel kunne gjøre syntetisk verdipapirisering mindre aktuelt så lenge de verdipapiriserte engasjementene etter EU-reglene ikke kan trekkes ut av eksponeringsmålet som den uvektede kjernekapitalandelen beregnes etter. Kapitalkravene er nærmere omtalt i kapittel 8.

Det vises for øvrig til arbeidsgruppens nærmere vurderinger av forordningen nedenfor i kapittel 5 til 9.

5. Verdipapiriseringsforordningen – generelle krav til verdipapiriseringer

5.1 Innledning

I dette kapitlet gjennomgås de generelle bestemmelsene for verdipapirisering, som følger av kapittel 1 og 2 i forordningen. Bestemmelsene gjelder både tradisjonell og syntetisk verdipapirisering. Ved tradisjonell verdipapirisering vil eierskapet til den underliggende porteføljen blir overdratt til spesialforetaket (ekte salg). Reglene om ekte salg er nærmere omtalt i kapitlet om STS-verdipapiriseringer. Syntetisk verdipapirisering vil innebære en overføring av kredittrisikoen, men hvor de underliggende eksponeringer fortsatt ligger på bankens balanse.

De generelle reglene gjelder alle former for verdipapiriseringer, i motsetning til reglene om de særbehandlede STS-verdipapiriseringene. De generelle kravene gjelder due diligence for institusjonelle investorer, tilbakeholdelse (risk retention) og transparens for partene involvert i en verdipapirisering. I tillegg er det fastsatt generelle krav til kredittgivningspraksis knyttet til porteføljer som verdipapiriseres, restriksjoner på salg av obligasjoner til forbrukere, forbud mot reverdipapirisering og krav til spesialforetaket.

5.2 Krav til aktørene i en verdipapirisering

5.2.1 EØS-rett

5.2.1.1 Aktørene i en verdipapirisering

Forordningen omtaler aktørene i en verdipapirisering som opprinnelig långiver (engelsk: original lender), initierende foretak (engelsk: originator), administrasjonsforetak (engelsk: servicer), organiserende foretak (engelsk: sponsor), og spesialforetaket (engelsk: SSPE).

Den opprinnelige långiveren er definert som det foretaket som enten selv eller gjennom tilknyttede foretak, direkte eller indirekte, inngikk de opprinnelige låneavtalene som verdipapiriseres, jf. artikkel 2 (20).

Initierende foretak er det foretaket som overfører låneporteføljen til spesialforetaket, jf. artikkel 2 (3) a). Arbeidsgruppen vil omtale dette som verdipapiriseringer.

Et administrasjonsforetak er i forordningen definert som et foretak som forestår daglig forvaltning av en portefølje av ervervede fordringer eller de underliggende eksponeringer, jf. artikkel 2 (13).

Et organiserende foretak er et foretak (annet enn verdipapirisierer) som etablerer og forvalter et ABCP-program eller en annen verdipapirisering som kjøper eksponeringer fra tredjeparter, jf. artikkel 2 (5). Det organiserende foretak må enten være en kredittinstitusjon etter forordning (EU) 575/2013 eller et investeringsselskap etter direktiv 2014/65/EU.

Arbeidsgruppen antar at det i de fleste tilfeller vil være én aktør, normalt en bank, som har rollen både som opprinnelig långiver, verdipapirisierer og administrasjonsforetak, eller organiserende foretak, i en verdipapirisering. Lånekundene vil derfor normalt kunne forholde seg til den banken de har opptatt lånet i, også etter en verdipapirisering av lånene.

Det kan imidlertid være verdipapiriseringer hvor de ulike rollene ivaretas av ulike foretak. Flere av forordningens bestemmelser pålegger derfor plikter knyttet til en eller flere av de nevnte rollene.

5.2.1.2 Krav til spesialforetaket

Spesialforetaket skal være etablert med det formål å gjennomføre verdipapiriseringen, og foretakets aktiviteter skal være begrenset til dette formålet, jf. artikkel 2 nr. 2. Det er presisert at spesialforetaket ikke kan være det samme foretaket som det som verdipapirisierer, og heller ikke det organiserende foretaket. Strukturen skal være utformet slik at den isolerer forpliktelsene til spesialforetaket fra forpliktelsene til verdipapirisierer.

Spesialforetaket kan ikke være etablert i et tredjeland som er listet som en høyrisiko eller en ikke-samarbeidende jurisdiksjon av Financial Action Task Force (FATF), jf. artikkel 4. Spesialforetaket kan heller ikke etableres i et tredjeland som ikke har undertegnet en avtale med en EØS-stat som sikrer at myndighetene i tredjelandet overholder standardene i artikkel 26 i "OECDs mønsteravtale – dobbelbeskatning"²⁸ eller "OECDs mønsteravtale for utveksling av opplysninger i skattesaker"²⁹, og sikrer effektiv utveksling av opplysninger om skatteforhold, herunder eventuelle multilaterale skatteavtaler.

5.2.1.3 Tilbakeholdelsesplikt (engelsk: risk retention)

Gjeldende kapitalkravsregler for investeringer i verdipapiriserte porteføljer forutsetter at verdipapirisierer, organiserende foretak eller opprinnelig långiver har tilbakeholdt en økonomisk interesse i den verdipapiriserte porteføljen på minimum 5 prosent. Det har vært opp til banker og forsikringsforetak som investorer å påse at en verdipapirisering oppfyller dette kravet. Etter verdipapiriseringsforordningen gjelder kravet om tilbakeholdelse på fem prosent direkte for verdipapirisierer eller opprinnelig långiver, jf. artikkel 6.

Hensikten med tilbakeholdelseskravet er å sørge for at interessene til investorene og de som verdipapirisierer er tilpasset hverandre. I forordningen er det listet opp fem alternative metoder for at tilbakeholdelseskravet av netto økonomisk interesse på 5 prosent skal anses oppfylt, bl.a. tilbakeholdelse av 5 prosent av nominell verdi på hver enkelt transje eller tilbakeholdelse av førstetapstransjen.

²⁸ <https://www.oecd.org/tax/treaties/47213736.pdf>

²⁹ <http://www.oecd.org/ctp/exchange-of-tax-information/2082215.pdf>

EBA publiserte 31. juli 2018 et forslag til tekniske standarder³⁰ som spesifiserer kravene til tilbakeholdelse av økonomisk interesse.

5.2.1.4 Overføring av aktiva til spesialforetaket

Verdipapiriserer kan ikke overføre lån til spesialforetaket som antas å gi høyere tap på den verdipapiriserte porteføljen enn tapene på tilsvarende lån som beholdes på egen balanse, jf. artikkel 6. Denne vurderingen skal ta utgangspunkt i obligasjonens løpetid, eller maksimalt fire år hvis obligasjonens løpetid er lengre enn fire år. Bestemmelsen er imidlertid ikke til hinder for at aktiva som ex ante har en høyere kredittrisikoprofil enn gjennomsnittet i låneporteføljen kan overføres, hvis det gis nødvendig informasjon til potensielle investorer, jf. fortalens punkt 11.

5.2.1.5 Kriterier for innvilgning av lån

Verdipapiriserer skal bruke de samme forsvarlige og veldefinerte kriteriene for innvilgning av lån på de eksponeringer som skal verdipapiriseres, som de bruker på ikke-verdipapiriserte eksponeringer, jf. artikkel 9. De nevnte kriteriene skal også brukes ved endring, fornying eller refinansiering av lån. Foretakene skal ha effektive systemer for å sørge for at de oppfyller disse kriteriene. Dersom verdipapiriserer har kjøpt porteføljen, skal det bekreftes at opprinnelig långiver har oppfylt kriteriene.

Verdipapirisering av boliglån som er gitt etter ikrafttreddelsen av boligkredittdirektivet³¹, kan ikke omfatte lån som er gitt uten at långiver har verifisert opplysningene som låntaker har gitt.

5.2.1.6 Transparenskrav for verdipapiriserer, organiserende foretak og spesialforetak

Verdipapiriserer og spesialforetaket skal gjøre informasjon om verdipapiriseringen tilgjengelig for investorer i obligasjonene, tilsynsmyndigheter og, på forespørsel, for potensielle investorer, jf. artikkel 7.

Bestemmelsen skal bl.a. bidra til at institusjonelle investorer gis tilgang til data som er nødvendig for å gjennomføre due diligence, jf. fortalens punkt 13.

Det skal bl.a. gis opplysninger om følgende:

- informasjon om den underliggende eksponeringen
- all underliggende dokumentasjon som er viktig for å forstå transaksjonen
- sammendrag av transaksjonen, eller en oversikt over hovedtrekkene i verdipapiriseringen dersom det ikke foreligger et prospekt
- STS-notifikasjon dersom det er STS-verdipapirisering
- investorrapporter som skal omhandle kredittkvalitet og utvikling i de underliggende eksponeringer
- innsideinformasjon om verdipapiriseringen som verdipapiriserer, organiserende foretak eller spesialforetaket er forpliktet til å offentliggjøre i overensstemmelse med artikkel 17 i MAR³²

³⁰ <https://eba.europa.eu/documents/10180/2298183/Draft+RTS+on+risk+retention+%28EBA-RTS-2018-01%29.pdf/a77e1aad-5cf9-444f-9e7b-fa2d948df1d6>

³¹ Direktiv 2014/17/EU

³² Markedsmisbruksforordningen EU nr. 596/2014

- dersom MAR artikkel 17 ikke kommer til anvendelse, informasjon om andre betydningsfulle hendelser

Informasjonen om verdipapiriseringen skal gjøres tilgjengelig før prisfastsettelsen på obligasjonene, eller løpende gjennom obligasjonenes løpetid.

Foretakene involvert i verdipapiriseringen kan avtale hvem av dem som skal oppfylle opplysningskravene. Opplysningene skal gjøres tilgjengelig ved hjelp av et verdipapiriseringsregister, se nærmere omtale av verdipapiriseringsregisteret i kapittel 7. Hvis det ikke er etablert noe verdipapiriseringsregister, skal informasjon gjøres tilgjengelig på en nettside som oppfyller nærmere krav til datakontroll og sikkerhet. Kravet om tilgjengeliggjøring av informasjon gjelder ikke ved verdipapiriseringer hvor det ikke er prospektkrav etter prospektdirektivet.³³

Opplysningskravene skal ligge innenfor det som følger av nasjonal rett og EU-rett om taushetsplikt og behandling av personvernopplysninger. Kundeopplysninger kan bare gis i anonymisert eller aggregert form.

ESMA har utarbeidet utkast til utfyllende regler³⁴ om bl.a. publiseringskrav og maler for rapportering av informasjon. Kommisjonen har foreløpig ikke fastsatt slike regler.³⁵

5.2.1.7 Reverdipapirisering

Det er et forbud mot reverdipapirisering, jf. artikkel 8. Det vil si at den underliggende porteføljen ikke skal inneholde verdipapiriserte posisjoner. Formålet med forbudet er å gjøre transaksjonene mest mulig transparente.

Forbudet gjelder ikke for reverdipapirisering som er utstedt før 1. januar 2019 eller for reverdipapirisering som er utstedt etter 1. januar 2019 og som skal brukes til "legitime formål". Å legge til rette for krisehåndtering eller avvikling av en kredittinstitusjon, et verdipapirforetak eller en institusjon som definert i artikkel 4 nr. 26 i kapitalkravsforordningen (financial institutions) vil være et legitimt formål. Det vil også være et legitimt formål å ivareta investorens interesser ved mislighold i den verdipapiriserte porteføljen. Slik bruk av verdipapiriserte posisjoner krever tillatelse fra nasjonale tilsynsmyndigheter. Tilsynsmyndighetene skal informere ESMA om slike tillatelser.

5.2.2 Arbeidsgruppens vurderinger

5.2.2.1 Aktørene i en verdipapirisering

Verdipapiriseringsforordningen spesifiserer ikke hvilke foretak som kan stå bak de underliggende eksponeringene som verdipapiseres. Normalt vil den opprinnelige långiver være banker, kredittforetak eller finansieringsforetak som er underlagt krav til konsesjon etter finansforetaksloven §§ 2-7, 2-8 og 2-9. I tillegg kan det være aktuelt for långivere som ikke har konsesjonsplikt, eksempelvis ved ytelse av selgerkreditt, jf. finansforetaksloven § 2-1 tredje ledd.

³³ direktiv 2003/71/EC

³⁴ https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma33-128-474_final_report_securitisation_disclosure_technical_standards.pdf

³⁵ https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma33-128-600_securitisation_disclosure_technical_standards-esma_opinion.pdf

Også forsikringsforetak har adgang til å gi lån. Lånevirkksomheten til norske forsikringsforetak, som i hovedsak har bestått i boliglån, har vært begrenset de siste årene.

I kapitalkravsforordningen er det stilt en rekke krav til risikooverføring for at bankene ikke skal beregne kapitalkrav for en verdipapirisert portefølje av utlån. Tilsvarende bestemmelser om overføring av kredittrisiko er ikke gitt i Solvens II-reglene. Dette har muligens sammenheng med at det er banker som tradisjonelt har verdipapirisert sine låneporteføljer. Det at det ikke er noen slike krav i Solvens II-reglene, kan tilsi at det ikke har vært vurdert som aktuelt at forsikringsforetak skal drive med verdipapirisering av utlånsporteføljer (i motsetning til overføring av forsikringsrisiko til spesialforetak som er regulert i Solvens II). Dette kan skyldes at forsikringsforetak normalt har et likviditetsoverskudd, ettersom premiene betales før kravene eventuelt oppstår. Foretakene har derfor et generelt plasseringsbehov og antas, i motsetning til banker, å ha begrenset interesse av å benytte verdipapirisering av utlån som finansieringskilde.

Arbeidsgruppen har gjennom uformell kontakt med deltakere i arbeidsgrupper i EIOPA fått opplyst at de ikke er kjent med at forsikringsforetak i EØS har verdipapirisert lån.

Arbeidsgruppen antar etter dette at verdipapirisering ikke er aktuelt for forsikringsforetak, og legger til grunn av forsikringsforetak ikke omfattes av forordningens rett til å verdipapirisere lån.

5.2.2.2 Administrasjonsforetaket

Administrasjonsforetaket vil være den som følger opp de enkelte låneavtalene som ligger i den verdipapiriserte porteføljen. Tjenestene kan omfatte kundebehandling, misligholdshåndtering, inkasso/tvangsinndrivelse og rapporteringsforpliktelser mv. Som nevnt antar arbeidsgruppen at det normalt vil være verdipapiriserer som vil fortsette å forvalte kundeforholdet. I den grad andre foretak ønsker å yte slike tjenester til spesialforetaket, vil det etter forordningen kunne gjøres uten krav til offentlige tillatelser (med unntak av inkassovirkksomhet). Som nevnt i kapittel 10 foreslår arbeidsgruppen at administrasjonsforetaket må være bank, kredittforetak eller finansieringsforetak.

5.2.2.3 Spesialforetaket

Verdipapiriseringsforordningen stiller ikke krav til spesialforetakets selskapsform eller hvor det kan opprettes, utover det som følger av definisjonen i artikkel 2 (2). Det er presisert i definisjonen at spesialforetakets forpliktelser skal være atskilt fra verdipapiriserers forpliktelser. Kravet om atskillelse må forstås som at opprinnelig långiver og verdipapiriserer ikke kan ha noen eierinteresser i spesialforetaket eller være representert i ledelse eller styrende organer. Arbeidsgruppen legger til grunn at spesialforetaket heller ikke kan ha navn eller varemerke som kan indikere bindinger mellom verdipapiriserer og spesialforetak. Arbeidsgruppen har forstått det som at dette er i tråd med markedspraksis.

For å sikre at det har skjedd en vesentlig risikooverføring til spesialforetaket skal det, i henhold til kapitalkravsreglene, ikke være økonomiske bindinger mellom spesialforetaket og verdipapiriserer. Det er kun i de tilfeller det er skjedd en vesentlig risikooverføring at verdipapiriserer kan oppnå reduserte kapitalkrav på den verdipapiriserte porteføljen. Det er stilt en rekke betingelser for at denne risikooverføringen skal anses vesentlig, se omtale i kapittel 8.

Økonomisk støtte fra verdipapiriserer til spesialforetaket kan medføre at vilkåret om vesentlig risikooverføring ikke er oppfylt. Støtte i verdipapiriseringstransaksjoner kan gis i ulike former. Ett

skille går mellom eksplisitt og implisitt støtte. Eksplisitt støtte avtales ved etableringen av verdipapiriseringen, mens implisitt støtte gis på et senere tidspunkt. Eksempler på eksplisitt støtte er overpantsettelse, bruk av kredittderivater, bruk av reservekonto, garantier og ansvarlige lån. Eksempler på implisitt støtte³⁶ er tilbakekjøp av tapsutsatte lån fra spesialforetakets portefølje, forbedring av den allerede avtalte kredittstøtten gjennom for eksempel å overføre nye lån av bedre kvalitet, salg av nye lån til spesialforetaket på rabatterte vilkår, kjøp av lån fra spesialforetak til overpris, kredittforbedring av en eller flere transjer og økning av førstetapstransjen eller det ansvarlige lånet.

Når det skal vurderes om en verdipapiriseringsposisjon innebærer en vesentlig risikooverføring til spesialforetaket, må det legges vekt på hva slags eksplisitt støtte som er gitt og i hvilket omfang. Ved likviditetsfasiliteter kan verdipapiriserer få større tap enn det er beregnet kapitalkrav for hvis likviditetsfasiliteten trekkes opp før et spesialforetak får økonomiske problemer. Det vises til at hvis en likviditetsfasilitet dekker tap, og fasiliteten ikke har prioritet foran alle andre krav på tilbakebetaling, vil den på forhånd bare ha hatt en risikovekt på 100 prosent mens for eksempel et ansvarlig lån fra verdipapiriserer, ville ha hatt en risikovekt på 1250 prosent. Etter arbeidsgruppens vurdering kan det reises tvil om det normalt vil være en vesentlig risikooverføring til spesialforetaket dersom verdipapiriserer har gitt en likviditetsfasilitet. Arbeidsgruppen har forstått referansegruppen som at det er markedspraksis at likviditetsfasiliteter normalt gis av tredjeparter.

Det er likevel i hovedsak implisitt støtte fra verdipapiriserer eller organiserende foretak som reiser bekymringer. Implisitt støtte kan undergrave målet om at verdipapiriseringen skal innebære en vesentlig risikooverføring fra verdipapiriserer til spesialforetaket. Implisitt støtte er derfor særskilt adressert i kapitalkravsforordningen. Kapitalkravsforordningen forbyr verdipapiriserer og organiserende foretak å gi støtte til verdipapiriseringen utover sine kontraktsforpliktelser i den hensikt å redusere investorenes potensielle eller faktiske tap, se nærmere omtale i punkt 8.2.1.1. En transaksjon skal likevel ikke anses som støtte dersom den er basert på prinsippet om armlengdes avstand og er blitt tatt med i den samlede vurderingen av om det foreligger en vesentlig risikooverføring.

Kapitalkravsforordningens unntak er snevert. Arbeidsgruppen legger til grunn at implisitt støtte som nevnt over, som hovedregel vil medføre at verdipapiriseringen ikke vil oppfylle kravene til vesentlig risikooverføring. Hverken verdipapiriseringsforordningen eller kapitalkravsforordningen har etter arbeidsgruppens vurderinger, tilstrekkelige klare regler for hva som skal anses som implisitt. Det kan derfor argumenteres for at bestemmelser om dette kan tas inn i nasjonale regler. Norske verdipapiriserere vil ha plikt til å gi Finanstilsynet melding om implisitt støtte. Dersom slike meldinger får noe omfang av betydning, bør det vurderes å fastsette nærmere regler om slik støtte. Arbeidsgruppen foreslår en hjemmel for forskrifter om dette. Hjemmelen foreslås å også omfatte utfyllende regler om krav til adskillelse av spesialforetakets forpliktelser fra verdipapiriserer jf. omtalen i første avsnitt i dette punktet.

Gjeldende norske selskapsrettslige regler, eller regler om stiftelser og foreninger, er ikke tilpasset spesialforetak for verdipapirisering. I andre europeiske land, kanskje særlig i Luxembourg og

36

<https://eba.europa.eu/documents/10180/1603711/Final+report+on+Guidelines+on+implicit+support+for+securitisation+transactions+%28EBA-GL-2016-08%29.pdf>

Irland, er det etablert et marked for spesialforetak. Basert på referansegruppens innspill antar arbeidsgruppen at norske aktører som ønsker å verdipapirisere, vil benytte seg av slike utenlandske spesialforetak. Arbeidsgruppen legger til grunn at det ikke er behov for å vurdere selskapsrettslige regelendringer for å tilrettelegge for norske spesialforetak på nåværende tidspunkt.

Etter finansforetaksloven § 2-1 vil et spesialforetak drive konsesjonspliktig finansieringsvirksomhet og være omfattet av kapitalkrav. Disse kravene innebærer at det i praksis ikke er mulig for norske foretak å verdipapirisere gjennom norske spesialforetak. Norske verdipapiriserers bruk av utenlandsk spesialforetak reiser problemstillingen om spesialforetaket driver konsesjonspliktig grensekryssende virksomhet i Norge. Dette er nærmere omtalt i punkt 3.2.1. Arbeidsgruppen foreslår et unntak fra krav til konsesjon og kapitaldekning for spesialforetak, se punkt 10.1.

5.2.2.4 Overføring av aktiva til spesialforetaket

Etter arbeidsgruppens vurdering er det ikke behov for andre endringer i norske regler ved inkorporasjon av forordningens artikkel 6 om overføring av aktiva til spesialforetaket.

Etter finansforetaksloven § 12-27 krever overdragelse av en forsikringsportefølje, låneportefølje eller annen fordringsmasse av vesentlig omfang godkjenning av departementet. Bestemmelsen er inntatt i kapittel 12 som omhandler foretaksendringer, avvikling og omdanning. Arbeidsgruppen legger til grunn at formålet med bestemmelsen er å ha myndighetskontroll med overdragelser av eiendeler i en størrelsesorden som i realiteten vil innebære en avvikling av konsesjonspliktig virksomhet. Dette er det støtte for i forarbeidene³⁷ til verdipapiriseringsreglene som ble inntatt i finansieringsvirksomhetsloven, der det er presisert at "Verdipapirisering vil i de fleste tilfeller neppe regnes som overdragelse av en vesentlig del av for eksempel en banks virksomhet". Etter arbeidsgruppens vurdering vil ikke overdragelse av låneporteføljer som skal verdipapiriseres være en overdragelse av et slikt omfang at overdragelsen vil omfattes av finansforetaksloven § 12-27.

5.2.2.5 Transparenskrav

Arbeidsgruppens vurdering er at forordningens krav til informasjon ikke nødvendiggjør endring i gjeldende norske regler.

Forordningen fastsetter en plikt til å registrere informasjonen i et verdipapiriseringsregister. Plikten gjelder imidlertid kun for verdipapiriseringer som er underlagt krav om prospekt etter prospektdirektivet. Direktivet vil bli erstattet av EUs prospektforordning som er foreslått gjennomført i norsk rett i Prop. 96 LS. Etter prospektforordningen kan nasjonale myndigheter fastsette unntak fra krav til EØS-prospekt ved offentlige tilbud der det samlede vederlaget er mindre enn et beløp på EUR 8 millioner. Finansdepartementet foreslår et slikt unntak. I den grad andre EØS-lands prospektregler vil gjelde ved verdipapirisering av norske låneporteføljer, kan prospektplikt, og dermed plikten til å registrere verdipapiriseringen, foreligge ved et lavere beløp.

5.2.2.6 Andre krav for verdipapiriserere

Arbeidsgruppens vurdering er at innføring av forordningens regler om kriterier for innvilgning av lån ikke krever endringer i gjeldende norske regler. Kravet om å verifisere opplysninger som låntaker har gitt til långiver, der boliglån er ytet etter ikrafttreddelsen av boligkredittdirektivet, er allerede ivarettatt med regler i finansavtaleloven kapittel 3.

³⁷ NOU 2001:23 s. 36

Dagens bestemmelser i kapitalkravsforskriften om at banker mv. skal påse at krav til tilbakeholdelseplikt er oppfylt, vil endres i forbindelse med endringene i kapitalkravsforordningen, se kapittel 8. Arbeidsgruppen kan ikke se at forordningens bestemmelse om tilbakeholdelsesplikt krever endringer i andre bestemmelser i norsk rett.

Arbeidsgruppen kan heller ikke se at forordningens forbud mot reverdipapirisering forutsetter endringer i gjeldende norsk rett.

5.3 Krav til profesjonelle investorer i verdipapiriserte porteføljer

5.3.1 EØS-rett

Forordningen artikkel 5 fastsetter plikter for institusjonelle investorer som investerer i verdipapiriseringsposisjoner. Som institusjonelle investorer regnes kredittinstitusjoner, forsikrings- og gjenforsikringsforetak³⁸, arbeidsmarkedsrelaterte pensjonskasser³⁹, AIF-forvaltere og forvaltningsselskap for verdipapirfond⁴⁰. Verdipapiriseringer er ikke omfattet av disse bestemmelsene for posisjoner i egne verdipapiriseringer.

Investeringer i obligasjoner utstedt i forbindelse med verdipapiriserte lån innebærer kredittrisiko, motpartsrisiko, modellrisiko, likviditetsrisiko, konsentrasjonsrisiko m.m. I fortalens punkt 9 er det lagt vekt på at det bør stilles krav til institusjonelle investorers gjennomgang av slike risikoer, også av hensyn til institusjonelle investorers kunder.

Forordningens artikkel 5 stiller krav til forutgående kontroller, due diligence-prosesser, risikovurdering og krav til løpende oppfølging av posisjoner for institusjonelle investorer. I fortalen framheves det at slike krav vil bidra til å øke tilliten til verdipapiriseringsmarkedet, og øke tilliten mellom de deltakende aktørene og investorene.

Forordningens krav innebærer at institusjonelle investorer skal kontrollere:

- kvaliteten på utlånsprosedyrer og -kriterier for innvilgelse av lån,
- at verdipapiriseringer tilbakeholder en vesentlig nettoøkonomisk interesse i samsvar med forordningens krav, og
- at transparenskravene er oppfylt ved verdipapiriseringer som er prospektpliktige⁴¹.

Kravene innebærer at institusjonelle investorer etterprøver at kravene til verdipapiriseringsprosessen er oppfylt. Kravene gjelder institusjonelle investorer uavhengig av om verdipapiriseringer er etablert i EØS eller et tredjeland.

Forordningen har krav til løpende oppfølging av verdipapiriseringsposisjonen. Institusjonelle investorer skal ha prosedyrer for å overvåke overholdelsen av forordningens krav til verdipapiriseringen og løpende gjennomføre stresstester av pengestrømmer og eventuelle

³⁸ Jf. direktiv 2009/138/EF art. 13 nr. 4

³⁹ Jf. Europa-Parlamentets og Rådets direktiv (EU) 2016/2341 art. 2

⁴⁰ Jf. forordning (EU) 575/2013 art. 4 1. avsnitt nr. 2

⁴¹ Etter artikkel 7 nr. 2, 3. avsnitt gjelder kravet til tilgjengeliggjøring kun der verdipapiriseringen er underlagt prospektplikt etter direktiv 2003/71/EF.

sikkerhetsstillelser for de underliggende eksponeringer. På forespørsel skal investorers prosedyrer og stresstester dokumenteres ovenfor tilsynsmyndighetene.

5.3.2 Arbeidsgruppens vurderinger

Forordningens regler om institusjonelle investorers plikter til due diligence og løpende oppfølging av verdipapiriserte posisjoner kan ikke fravikes i nasjonal lovgivning. Arbeidsgruppen mener at disse reglene vil være nyttige for å bidra til at verdipapiriserer oppfyller forordningens krav. Det er viktig at institusjonelle investorer som forsikringsforetak og forvaltningsselskap handler i investorenes interesser og får plikt til å treffe nødvendige tiltak hvis verdipapiriseringen de har investert i ikke lenger oppfyller forordningens krav.

Innføring av plikter for institusjonelle investorer som investerer i verdipapiriserte posisjoner medfører behov for oppfølging og tilsyn med overholdelse av pliktene. Arbeidsgruppen legger til grunn at eksisterende regulering i tilstrekkelig grad gir Finanstilsynet kompetanse til å utføre disse oppgavene.

5.4 Salg til ikke-profesjonelle (forbrukere)

5.4.1 EØS-rett

Utgangspunktet i fortalen til forordningen er at obligasjoner basert på verdipapiriserte lån ikke bør selges til forbrukere. Forordningens artikkel 3 inneholder imidlertid en bestemmelse om at obligasjoner kan selges til en forbruker dersom følgende vilkår er oppfylt:

- det skal gjennomføres en egnethetsvurdering etter MiFID II artikkel 25 (2) (som er gjennomført i verdipapirhandelloven § 10-15 (1))
- selger skal, basert på egnethetsvurderingen, forsikre seg om at obligasjonen er "passende" for forbrukeren, og selgers vurdering skal formidles skriftlig til forbrukeren

Det er også begrensninger for hvor mye en forbruker kan investere i obligasjoner utstedt ved verdipapirisering av lån. Dersom den finansielle porteføljen til forbrukeren er inntil EUR 500 000, skal selger påse at investeringer i verdipapiriseringer ikke overstiger 10 prosent av denne. Minimumsbeløp som investeres i en eller flere verdipapiriserte posisjoner må være EUR 10 000.

Som forbruker regnes ikke-profesjonell kunde som definert i MiFID II⁴² artikkel 4 (1) som er gjennomført i verdipapirhandelloven § 10-7. Etter verdipapirhandelloven er en ikke-profesjonell kunde de som ikke er profesjonelle etter § 10-6 eller har avstått fra beskyttelsen som forbruker (omklassifisert) etter reglene i § 10-8.

5.4.2 Arbeidsgruppens vurdering

Arbeidsgruppen legger til grunn at obligasjoner utstedt etter verdipapirisering av lån i de fleste tilfeller ikke vil være egnet for forbrukere. Arbeidsgruppen har forstått det som at referansegruppen deler dette synet.

⁴² Direktiv 2014/65/EU

6. Verdipapiriseringsforordningen – krav til STS-verdipapiriseringer

6.1 Innledning

I dette kapittelet omtales verdipapiriseringsforordningens kapittel 4 om STS-verdipapiriseringer. STS står for "simple, transparent, standardised". Arbeidsgruppen bruker begrepene enkel, transparent og standardisert. Kravene til STS-verdipapiriseringer må være oppfylt for at en verdipapirisering kan benytte betegnelsen STS.

STS-verdipapiriseringer er delt opp i ABCP⁴³ (heretter omtalt som eiendelssikrede sertifikater) og ikke-ABCP (heretter omtalt som eiendelssikrede obligasjoner).

Sertifikatene og obligasjonene vil være "sikret" i lånene som verdipapiriseres. Investorene vil imidlertid ikke ha noen formell "fortrinnsrett" til å realisere lån eller eventuelle pantessikkerheter.

Bestemmelsene om STS er i stor grad de samme for eiendelssikrede sertifikater og eiendelssikrede obligasjoner. Reglene for eiendelssikrede obligasjoner er formulert som krav til enkelhet, transparens og standardisering, mens reglene for eiendelssikrede sertifikater er formulert som krav til transaksjon, etablerende foretak og programnivå. Det er et vilkår for å markedsføre en verdipapirisering som STS-verdipapirisering at opprinnelig långiver og spesialforetaket er etablert i EU/EØS.

Kravene til lån som kan inngå i eiendelssikrede sertifikater på transaksjonsnivå framgår av artikkel 24 nr. 15. Lånene skal ha en vektet gjennomsnittlig gjenstående løpetid på inntil ett år og ingen av lånene skal ha restløpetid på mer enn tre år. Det er gjort visse unntak. Den vektete gjennomsnittlige restløpetid på underliggende aktiva i et eiendelssikret sertifikat-program kan ikke overstige to år.

Forordningen stiller ikke eksplisitte krav til løpetiden på lån som kan ligge til grunn for eiendelssikrede obligasjoner.

EBA har 12. desember 2018 fastsatt retningslinjer om eiendelssikrede sertifikater og obligasjoner.^{44,45} Retningslinjene omhandler bl.a. krav til transaksjon, organiserende foretak og programnivå for eiendelssikrede sertifikater, og kriteriene enkelhet, transparens og standardisering for obligasjoner.

Verdipapiriseringer som oppfyller kravene til STS skal meldes til ESMA.

STS-reglene gjelder kun for tradisjonell verdipapirisering. Det framgår av forordningen at EBA, i samarbeid med ESMA og EIOPA, skal utarbeide en rapport om muligheten for syntetisk STS-verdipapirisering. Fristen for levering av rapporten er 2. juli 2019.

⁴³ Asset-Backed Commercial Paper

⁴⁴ <https://eba.europa.eu/documents/10180/2519490/Guidelines+on+STS+criteria+for+non-ABCP+securitisation.pdf>

⁴⁵ <https://eba.europa.eu/documents/10180/2519490/Guidelines+on+STS+criteria+for+ABCP+securitisation%29.pdf>

6.2 Krav til eiendelsikrede obligasjoner (ikke-ABCP)

6.2.1 EØS-rett

6.2.1.1 *Krav til enkelhet*

Artikkel 20 inneholder bl.a. krav til overføring av lån fra verdipapirisereren (og opprinnelig långiver) til spesialforetaket og regler om tilbakebetaling til investorene.

Forordningen stiller krav til ekte salg ("true sale") av låneporteføljen. Det stilles strenge krav med hensyn til når låneporteføljen kan tilbakeføres til verdipapirisereren. Hva som anses som ulovlige tilbakeføringsklausuler er nærmere angitt i forordningen artikkel 20 nr. 2. Det er åpnet for at domstolen eller bostyrer, etter nasjonal insolvenslovgivning, kan omstøte overføringen til spesialforetaket.

I tilfeller der rettsvern etableres på et senere tidspunkt enn ved overføringen av lånene, følger det av forordningen at rettsvernet skal overføres i nærmere angitte situasjoner, som f.eks. insolvens hos avhender.

Kriterier for innvilgning av lån samsvarer i stor grad med beskrivelsen i punkt 5.2.1.5. For STS-verdipapiriseringer er det et krav at kredittvurderingene oppfyller kravene i artikkel 8 i forbrukerkredittdirektivet eller artikkel 18 mv. i boligkredittdirektivet.

Verdipapirisereren skal avgi en erklæring om at lånet ikke har heftelser eller at det foreligger andre forhold som kan påvirke gyldigheten av salget eller medføre annen rettslig usikkerhet. Lånene skal oppfylle forhåndsfastsatte kriterier. Lån som er i strid med erklæringer som nevnt, kan skiftes ut. Nye lån som overføres til spesialforetaket, skal oppfylle de avtalte kravene.

Lånene skal være ensartet. I vurderingen av kravet til ensartethet skal det legges vekt på lånenes pengestrøm, kontraktsvilkår, kredittrisiko og adgangen til forskuddsbetaling. Låneporteføljen tilknyttet obligasjonsutstedelsen kan bare omfatte én låntype. Låneporteføljen skal bare inneholde låneavtaler som er rettslig bindende.

Det er presisert i forordningen at verdipapirer som nevnt i verdipapirhandeloven § 2-4 første ledd⁴⁶, som f.eks. aksjer, obligasjoner eller andre verdipapirer som gir rett til å erverve eller selge slike omsettelige verdipapirer mv., ikke kan verdipapiriseres. Presiseringen framstår etter arbeidsgruppens syn som unødvendig på bakgrunn av forordningens definisjon av verdipapirisering. Unntak gjelder for "erhvervsobligasjoner" som ikke er tilknyttet en markeds plass. Det er forbud mot reverdipapiriseringer.

Låneporteføljen skal overføres til spesialforetaket så raskt som mulig. Lånene må ikke være misligholdt på det tidspunktet det avtales at lånet skal overføres til spesialforetaket. Hva som menes med mislighold framgår av artikkel 20 nr. 11 punkt a–c. Det skal ikke overføres lån fra "kredittsvake" låntakere eller der lånet er sikret av kredittsvake kausjonister/garantistillere. Låntaker må ha betalt minst ett avdrag på lånet før overføring. Det er gjort unntak fra kravet om betaling av

⁴⁶ Mifid II art 4(1) nr. 44

minst ett avdrag for såkalte revolverende verdipapiriseringer⁴⁷, som er sikret med lån som avvikles etter ett avdrag, eller der restløpetiden på lånet er under ett år.

Tilbakebetaling til obligasjonseierne skal ikke være betinget av salg av de verdipapiriserte lånene. Dette er ikke til hinder for at lån forlenges eller refinansieres.

6.2.1.2 Krav til standardisering

Artikkel 21 omhandler behandling av rente- og valutarisiko og hvordan betalingsstrømmene skal gå til investorene ved påkrav eller oppsigelse av låneavtalene. Bestemmelsen stiller også krav til verdipapiriseringsavtalene.

Kravene om tilbakehold av risiko i artikkel 6, som er omtalt nærmere i kapittel 5, skal oppfylles av verdipapirisereren, opprinnelige långiver eller det organiserende foretaket.

Rente- og valutarisiko ved verdipapiriseringer skal begrenses. Spesialforetakets tiltak for å begrense risikoen skal være offentlig tilgjengelig. Spesialforetaket kan bare inngå derivatavtaler hvis avtalene skal dekke rente- og valutarisiko. Underliggende eksponeringer i form av derivater kan ikke inngå i porteføljen som verdipapiriseres. Rentebetalinger skal følge alminnelige markeds- eller sektorbestemte rentesatser og rentene skal avspeile finansieringskostnadene.

Ved låntakers innfrielse av verdipapiriserte lån, skal beløpet overføres til obligasjonseierne. Beløpet kan likevel holdes tilbake i spesialforetaket hvis dette er nødvendig for å sikre den operasjonelle driften i spesialforetaket. Avdrag på lånene skal betales til investorene i sekvensielle avdrag i overenstemmelse med verdipapiriseringens rangordning. Rangordningen mellom investorene kan ikke endres. Det kan ikke fastsettes bestemmelser om automatisk avhendelse av underliggende eksponeringer ved låntakers oppsigelse av låneavtalen.

Verdipapiriseringsavtalene skal inneholde bestemmelser om førtidige innfrielser og hvilke faktorer som skal medføre at en rullerende periode for revolverende verdipapiriseringer avsluttes. Faktorene er angitt i forordningen artikkel 21 nr. 6 bokstav a–d.

Avtalene skal angi oppgaver og plikter for administrasjonsforetaket. Administrasjonsforetaket må ha tilstrekkelig kunnskap i å forvalte de verdipapiriserte lånene. Det stilles også krav til styring og kontroll i administrasjonsforetaket. Avtalene skal regulere konsekvenser hvis administrasjonsforetak blir insolvent eller misligholder sine plikter. Videre skal avtalene ha bestemmelser som sikrer at derivatmotparter, likviditetstilbydere og kontoførende bank kan erstattes ved insolvens eller andre hendelser som medfører at de ikke kan utføre oppdraget.

Verdipapiriseringsavtalen skal regulere mislighold av låntakers plikter. I forordningen vises det til at dette kan være bestemmelser om gjeldsettergivelse, gjeldsomlegging, betalingshenstand, heving av avtalen mv. Prioriteringsrekkefølgen på innbetalinger skal også reguleres i avtalen.

6.2.1.3 Krav til transparens

Forordningen artikkel 22 inneholder krav til transparens og informasjonsdeling.

⁴⁷ Verdipapiriseringer der selve verdipapiriseringsstrukturen varierer gjennom at lån legges til eller tas ut av porteføljen med underliggende eksponeringer uavhengig av om eksponeringene rullerer. Se forordningens artikkel 2 nr. 16.

Før prisfastsettelsen på obligasjonen skal verdipapirisierer gjøre potensielle obligasjonseiere kjent med historiske data om mislighold og tapsutvikling (over en periode på minst fem år) for lån som i det vesentlige tilsvare de som verdipapiriseres.

For å sikre at porteføljen oppfyller kravene i forordningen, skal en uavhengig part foreta stikkprøver av lån i porteføljen før det utstedes obligasjoner. Det stilles ikke andre krav til en slik uavhengig part enn at vedkommende må ha tilstrekkelig kunnskap og erfaring. Ratingbyråer, tredjemenn som kontrollerer STS-verdipapiriseringer som omtalt i punkt 6.5 og foretak med tilknytningsforhold til verdipapiriseringen kan ikke opptre som uavhengig part

Verdipapirisierer eller organiserende foretak skal opplyse investorene om hvilken betalingsstrømmodell som er avtalt.

Ved verdipapirisering av boliglån, billån eller billeasingavtaler, skal det offentliggjøres opplysninger om hvordan disse eksponeringene påvirker miljøet.

6.2.2 Arbeidsgruppens vurderinger

Det er et krav i forordningen at det er gjennomført faktisk salg av de verdipapiriserte lånene for at det skal kunne være en STS-verdipapirisering. Forordningen inneholder begrensninger i verdipapirisereens og spesialforetakets adgang til å avtale tilbakeføringsklausuler. Forordningen regulerer ikke hvordan det etableres rettsvern for eksponeringen ved overføring til spesialforetaket. Dette følger nasjonale regler.

Etter forordningen skal långivers kredittvurderinger oppfylle kravene i forbrukerkredittdirektivet⁴⁸ og boligkredittdirektivet⁴⁹. Forbrukerkredittdirektivets bestemmelser om kredittvurderinger er gjennomført i finansavtaleloven kapittel 3, mens boligkredittdirektivet foreløpig ikke er innlemmet i EØS-avtalen. Etter arbeidsgruppens vurdering, vil kredittvurderingene oppfylle kravene i forordningen hvis finansavtalelovens bestemmelser om kredittvurderinger er fulgt. Næringsdrivende som yter kreditt til forbrukere (f.eks. selgerkreditt) vil også være omfattet av finansavtalelovens kapittel 3, jf. finansavtaleloven § 1 femte ledd. Långiver må for øvrig følge andre relevante norske bestemmelser som boliglånsforskriften, forbrukslånsforskriften mv.

Misligholdte lån og lån fra kredittsvake kunder kan ikke verdipapiriseres som en STS-verdipapirisering. Forordningen definerer ikke "kredittsvak kunde". En kunde kan etter en konkret vurdering anses kredittsvak selv om lånet ikke er misligholdt. Kredittsvake kunder kan f.eks. være kunder som har blitt frarådet å ta opp lån etter finansavtaleloven 47. Det kan også oppstå nye omstendigheter i lånets løpetid. Verdipapiriseringen må dermed vurdere kundene før lånene verdipapiriseres.

Låneporteføljene skal inneholde ensartede lån. I forordningen (punkt 27) er det vist til at boliglån, billån og lån til næringseiendom mv. ikke kan inngå i samme portefølje.

Verdipapiriserte låneporteføljer kan ikke inneholde boliglån som er innvilget med forbehold om at långiveren ikke har kontrollert opplysningene fra låntaker. Etter finansavtaleloven § 46 b skal

⁴⁸ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DA/TXT/PDF/?uri=CELEX:32008L0048&from=DA>

⁴⁹ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DA/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0017&from=EN>

kredittgiver vurdere forbrukers kredittverdighet med grunnlag i fyllestgjørende opplysninger innhentet fra forbrukeren og om nødvendig fra relevant database. Dette innebærer at det vil være få boliglån som etter norsk rett vil kunne inneholde et forbehold som nevnt ovenfor.

For å skape forutberegnelighet for obligasjonseierne, skal det ikke utløses automatisk betalingsstans hvis det framsettes krav om for eksempel tvangsfullbyrdelse eller krav om førtidig betaling. Forordningen er noe uklar når det gjelder hvem som framsetter og hvem som er mottaker av slike krav. For eiendelsikrede sertifikater vil bestemmelsen gjelde ved verdipapiriserers mislighold eller dersom det skjer en annen relevant misligholdssituasjon, f.eks. mislighold av lån i den underliggende porteføljen. For eiendelsikrede obligasjoner er det ikke gitt noen nærmere veiledning. Arbeidsgruppen forstår det som at bestemmelsen vil fange opp alle situasjoner som kan påvirke investorenes krav på betaling.

Bestemmelsene om transaksjonsdokumentasjon må ses i sammenheng med bestemmelsene om transparens i forordningens artikkel 22. Transaksjonsdokumentene skal gi investorene informasjon om de ulike avtalene og oppdragsgiverne som benyttes i verdipapiriseringen.

6.3 Krav til eiendelsikrede sertifikater (ABCP)

6.3.1 EØS-rett

6.3.1.1 Krav på transaksjonsnivå

Forordningen inneholder bestemmelser om overføring fra verdipapiriserer til spesialforetaket, krav til låneporteføljen, behandling av rente- og valutarisiko, betalingsstrømmer og oppgjør til investorene i forbindelse med mislighold hos låntakere samt transaksjonsdokumentasjon. Kravene er i stor grad de samme som for eiendelsikrede obligasjoner. Det er imidlertid gitt enkelte særlige krav til låneporteføljene som ivaretar hensynet til at sertifikater har løpetid på under ett år. Disse bestemmelsene omtales nærmere under. For de øvrige av forordningens bestemmelser vises det til omtalen av eiendelsikrede obligasjoner i punkt 6.2.

Kravene til lån som kan inngå i eiendelsikrede sertifikater framgår av artikkel 24 nr. 15. På samme måte som for eiendelsikrede obligasjoner, skal eiendelsikrede sertifikater sikres med en låneportefølje som er ensartet. Hovedregelen er at lånene skal ha en gjennomsnittlig restløpetid på maksimum ett år og at ingen lån kan ha en restløpetid på over tre år. Det er gjort unntak for billån, billeasing og leasing til utstyr som følger billån og billeasingavtaler. For slike lån skal gjennomsnittlig restløpetid være på maksimalt tre og et halvt år og ingen lån kan ha restløpetid på over seks år.

Den verdipapiriserte porteføljen kan ikke inneholde lån med pant i bolig eller næringseiendom eller boliglån gitt med full garanti som nærmere spesifisert i CRR artikkel 129 nr. 1 bokstav e).⁵⁰

6.3.1.2 Krav til organiserende foretak (sponsor)

Det organiserende foretak for et eiendelsikret sertifikat-program (ABCP-program) skal være en kredittinstitusjon som er underlagt tilsyn etter CRD IV. Det organiserende foretakets rolle er å stille garantier som skal dekke likviditets- og kredittrisiko samt vesentlige utvanningsrisikoer knyttet til

⁵⁰ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013R0575&from=EN> Eksponeringer i form av covered bonds

lånene. Foretaket skal også stille garantier for transaksjonsomkostninger og omkostninger på programnivå hvis dette er nødvendig for å garantere investor full betaling.

Kredittinstitusjonen skal godtgjøre overfor tilsynsmyndigheten at rollen som organiserende foretak ikke vil sette foretakets solvens eller likviditet i fare, verken i normal- eller stressituasjon.

Organiserende foretak skal gjennomføre due diligence etter bestemmelsene i artikkel 5 nr. 1 og 3. Foretaket skal også kontrollere at verdipapirisereren har avtalebestemmelser om gjeldsavvikling og inndrivelsesprosedyrer i samsvar med bestemmelsene i CRR.

Hvis organiserende foretak ikke fornyer sitt engasjement ved utløpet av verdipapiriseringen, har investorene krav på tilbakebetaling.

6.3.1.3 Krav på programnivå

Forordningen artikkel 24 angir hvilke tilbakeholdsklausuler (claw back provisions) som vil anses i strid med kravet til faktisk salg av låneporteføljen.

Inntil 5 prosent av den låneporteføljen som ligger til grunn for eiendelssikrede sertifikater kan imidlertid fravike kravene i artikkel 24 nr. 9, 10 og 11. Dette gjelder bl.a. bestemmelsene om at det ikke skal overføres misligholdte eksponeringer eller eksponeringer fra "kredittsvake" kunder eller at det må være foretatt minst en nedbetaling på lånet før dette overføres til spesialforetaket. Den vektete gjennomsnittlige restløpetid på underliggende aktiva i et eiendelssikret sertifikat-program kan ikke overstige to år.

Eiendelssikrede sertifikat-program kan ikke inneholde kjøpsopsjoner, forlengelsesklausuler eller andre klausuler som påvirker endelig utløpstidspunkt.

Rente- og valutarisiko i sertifikat-program skal begrenses på samme måte som for eiendelssikrede obligasjoner.

Avtalene om eiendelssikrede sertifikat-programmer skal bl.a. omfatte bestemmelser om:

- ansvar for administrasjonsforetaket og andre tjenesteytere
- forpliktelser, oppgaver og ansvar for verdipapiriserer
- bestemmelser som skal sikre at forvaltningsoppgaver ikke opphører selv om det foreligger mislighold eller insolvens hos administrasjonsforetaket
- utskifting av derivatmotparter og konførere ved mislighold eller insolvens

6.3.2 Arbeidsgruppens vurderinger

Det som står i arbeidsgruppens vurderinger under punkt 6.2.2 vil også gjelde for eiendelssikrede sertifikater.

For eiendelssikrede sertifikater er det krav om at en uavhengig part skal foreta stikkprøver av porteføljen. Forordningen angir ikke hvem som skal initiere en slik kontroll, men arbeidsgruppen legger til grunn at det er naturlig at plikten til å sørge for at det innhentes en uavhengig part til å gjennomføre en slik kontroll påhviler verdipapirisereren eller det organiserende foretaket. Etter arbeidsgruppens vurdering kan stikkprøvekontrollen minne om enkelte av oppgavene til uavhengig

gransker etter bestemmelsene om obligasjoner med fortrinnsrett. Slike oppgaver utføres i dag i all hovedsak av OMF-foretakets eksterne revisor.

6.4 STS-underrettingskrav (melding til ESMA om verdipapiriseringsprogram)

6.4.1 EØS-rett

Etter artikkel 27 skal verdipapiriserer (og eventuelt det organiserende foretaket der dette ikke er verdipapiriserer) gi ESMA melding om verdipapiriseringer som oppfyller kravene til STS-verdipapiriseringer. Ved eiendelssikrede sertifikater (ABCP) skal organiserende foretak sende melding. ESMA skal offentliggjøre meldingene på sitt nettsted.

Verdipapiriserer, organiserende foretak eller spesialforetak kan benytte en tredjemann som kontrollerer at vilkårene for STS-verdipapirisering er oppfylt. Det rettslige ansvaret for oppfyllelse av vilkårene påhviler likevel partene i verdipapiriseringen.

Verdipapiriserere som er kredittinstitusjoner eller investeringsforetak etablert utenfor EØS må bekrefte at virksomheten er underlagt tilsyn og at innvilgelse av lån skjer på grunnlag av velfunderte kriterier mv.

Det skal gis beskjed til ESMA når en verdipapirisering ikke lenger oppfyller kravene til å være en STS-verdipapirisering.

6.4.2 Arbeidsgruppens vurdering

Arbeidsgruppens vurdering er at bestemmelsen om underrettingskrav til ESMA ikke krever andre endringer i norsk rett enn at forordningen inkorporeres i norsk rett.

6.5 Tredjemannskontroll av STS-verdipapiriseringer

6.5.1 EØS-rett

For å øke tilliten til markedet for STS-verdipapiriseringer har forordningen artikkel 27 bestemmelser om at det kan benyttes tredjemannskontroll av STS-verdipapiriseringer. Kontrollen er knyttet til om kravene i forordningen artikkel 19–22 og 23–26 er oppfylt. Tredjemannskontroll kan benyttes av verdipapirisereren, det organiserende foretaket eller spesialforetaket. Det framgår av fortalen punkt 34 at bruk av tredjemannskontroll ikke medfører at verdipapirisereren, organiserende foretak eller institusjonell investors ansvar for å oppfylle sine forpliktelser bortfaller.

Hvilke krav som skal stilles for å kunne opptre som tredjemann (kontrollør) framgår av forordningen artikkel 28. Slike kontrollører skal godkjennes av tilsynsmyndighetene.

Kontrolløren kan ikke være kredittinstitusjoner, forsikringsforetak, verdipapirforetak eller kredittopplysningsbyråer. Tredjemannskontroll kan ikke utføres av den samme som skal foreta stikkprøvekontroll av låneporteføljen. Videre stilles det krav til kontrollørens objektivitet, både når det gjelder størrelsen på gebyrer og tilknytning til partene. Kontrolløren skal også gjennomgå en egnethetsvurdering. Dette omfatter kvalifikasjoner, erfaring og omdømme. Kontrolløren skal selv sørge for at virksomheten ikke påvirkes av interessekonflikter som berører kontrolløren, eller dets aksjonærer, ledere, ansatte mv. Kontrolløren skal gi tilsynsmyndighetene melding hvis det det skjer

en vesentlig endring som med rimelighet kan tenkes å påvirke tilsynsmyndighetens vurdering og godkjenning.

Tilsynsmyndighetene kan tilbakekalle tillatelsen der kontrolløren ikke lenger oppfyller kravene.

Tilsynsmyndigheten kan også kreve gebyr for behandling av søknader om å foreta tredjemannskontroll av STS-verdipapiriseringer.

EU-kommisjonen har utarbeidet en teknisk standard som presiserer hvilke opplysninger tilsynsmyndighetene skal kreve i forbindelse med søknadsbehandlingen.⁵¹ Denne trådte i kraft 5. februar 2019.

6.5.2 Arbeidsgruppens vurderinger

Tredjemenn som skal kontrollere at vilkårene for STS-verdipapirisering er oppfylt, må ha tillatelse fra tilsynsmyndighetene. Vilkår for å få tillatelse, og tilsynsmyndighetenes kompetanse, følger av forordningen. Arbeidsgruppens kan ikke se at det er nødvendig å fastsette bestemmelser utover dette.

Arbeidsgruppen er usikker på hvilke foretak som vil være aktuelle for rollen som STS-kontrollør. Det er ut i fra det gruppen er kjent med to godkjente STS-kontrollører, ett foretak i Storbritannia og ett i Tyskland.

7. Betingelser og prosedyrer for registrering av verdipapiriseringsregistre

7.1 EØS-rett

7.1.1 Generelt

Kapittel 3 i forordningen regulerer betingelser og prosedyrer for registrering av verdipapiriseringsregistre.

Etter forordningen er transparens for verdipapiriserte produkter en grunnleggende betingelse for å sikre et forsvarlig verdipapiriseringsmarked. I fortalens punkt 12 vises det til at for å øke transparensen i produktene, skal disse registreres i verdipapiriseringsregistre med relevant informasjon om produktene, primært om produktets underliggende eksponeringer. Et verdipapiriseringsregister skal være en informasjonssentral hvor aktørene skal tilgjengeliggjøre den informasjonen om produktet som de er pålagt å utarbeide etter transparenskravene i artikkel 7. Investorene kan benytte registrene for innhenting av informasjon om produktet, og institusjonelle investorer kan bruke opplysningene i forbindelse med oppfyllelse av de plikter forordningen pålegger dem etter artikkel 5.

⁵¹<https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/3/2019/EN/C-2019-740-F1-EN-MAIN-PART-1.PDF>

Som nevnt i kapittel 5, er det kun verdipapiriseringer underlagt prospektplikt etter direktiv 2003/71/EF⁵² som er pålagt å gjøre informasjonen tilgjengelig ved hjelp av et verdipapiriseringsregister. Forordningen regulerer ikke krav til informasjon i tilfeller der obligasjonsutstedelsen ikke er prospektpliktig.⁵³

7.1.2 Krav til verdipapirregisteret

Etter forordningens artikkel 10 stilles følgende krav til verdipapiriseringsregistre:

- registeret må være en juridisk person
- foretaket må være etablert i EØS-området
- foretaket må ha prosedyrer for å kontrollere at informasjonen som er gjort tilgjengelig i samsvar med kravene til transparens i artikkel 7 er fullstendig og konsistent, og
- foretaket må oppfylle kravene i artikkel 78, 79 og 80 (1)–(3), (5) og (6) om generelle krav, operasjonell pålitelighet og beskyttelse og registrering for transaksjonsregistre etter EMIR⁵⁴.

Kommisjonen skal vedta tekniske standarder med presiseringer til krav og innhold i søknader⁵⁵.

7.1.3 Behandling av søknader

Det følger av artikkel 10 at det er ESMA som skal behandle søknader om registrering som verdipapiriseringsregister. Dersom foretaket allerede er registrert som et transaksjonsregister etter EMIR-direktivet eller etter direktiv om gjennomsiktighet ved verdipapirfinansieringstransaksjoner⁵⁶, kan det søkes om at registeret utvides til å omfatte rollen som verdipapiriseringsregister.

ESMA skal etter artikkel 11 ha kontakt med nasjonale myndigheter i foretakets hjemland.

Senest 40 virkedager etter at søker har mottatt meddelelse om at fullstendig søknad er mottatt, skal ESMA ferdigbehandle søknaden. ESMA skal offentliggjøre en ajourført nettbasert liste over alle registrerte verdipapiriseringsregistre.

7.1.4 Tilgang til registeret

Tilgangen til opplysningene i verdipapiriseringsregistrene reguleres i artikkel 17. Bestemmelsen angir hvem som skal ha vederlagsfri tilgang til opplysningene, og omfatter bl.a. tilsynsmyndigheter og investorer.

Kommisjonen skal vedta utfyllende regler om hvordan informasjonen skal stilles til rådighet.

7.1.5 Tilsyn

ESMA skal etter artikkel 15 føre tilsyn med verdipapiriseringsregistre. Artikkel 61–68 samt 73 og 74 i EMIR vedrørende informasjonsinnhenting og stedlige tilsyn er gitt tilsvarende anvendelse for verdipapiriseringsregistre.

⁵² Europa-parlamentets rådsdirektiv om det prospekt som skal offentliggjøres når verdipapirer tilbys til offentligheten eller opptas til handel.

⁵³ Til eksempel har FCA utarbeidet "Private securitisation notification template" for nasjonal bruk.

⁵⁴ Forordning (EU) nr. 648/2012

⁵⁵ ESMA publiserte 13. november 2018 "Final report repositories technical standards" (ESMA33-128-488).

⁵⁶ Direktiv (EU) 2015/2365

ESMA skal kunne utføre stedlige tilsyn.

Etter artikkel 16 skal verdipapiriseringsregistre betale gebyrer som dekker de utgifter ESMA og relevante nasjonale tilsynsmyndigheter har i forbindelse med behandling av registreringssøknader og løpende tilsyn. Kommisjonen skal vedta nærmere regler for beregning av tilsynsgebyrer⁵⁷.

7.1.6 Sanksjoner og tilbakekall

Etter artikkel 14 kan ESMA ved overtredelser ilegge verdipapiriseringsregisteret overtredelsesgebyr i samsvar med EMIR artikkel 65–68.

Det følger av forordningens artikkel 15 at ESMA skal tilbakekalle tillatelse til registrering dersom den registrerte enhet gir uttrykkelig avkall på registreringen eller ikke benytter seg av den i en periode på seks måneder, registreringen er oppnådd på urettmessig vis, eller dersom foretaket ikke lenger oppfyller betingelsene for registrering.

7.2 Arbeidsgruppens vurderinger

Det er som nevnt ikke etablert noe verdipapiriseringsregister i Norge og det finnes heller ingen norske lovregler om slike registre. Forordningens regulering av verdipapiriseringsregistre har imidlertid vesentlige likhetstrekk med reguleringen av transaksjonsregistre etter EMIR-forordningen, som er gjennomført i norsk rett i verdipapirhandelloven § 17-1.

ESMA har, på tidspunktet for avgivelse av arbeidsgruppens rapport, ikke offentliggjort noen godkjente verdipapiriseringsregistre.

Drift av verdipapiriseringsregistre kjennetegnes av stordriftsfordeler. Det er derfor nærliggende at det i første omgang vil være registre allerede registrert som transaksjonsregistre som vil søke om utvidelse av eksisterende registervirksomhet. Det er ikke registrert norske transaksjonsregistre hos ESMA. Arbeidsgruppen legger derfor til grunn at forordningens regler om verdipapiriseringsregistre vil ha begrenset relevans i Norge.

ESMA er etter forordningen ansvarlig for registreringen av og tilsynet med verdipapiriseringsregistre. Arbeidsgruppen legger til grunn at kompetansen til å registrere et norsk verdipapiriseringsregister må legges til EFTAs overvåkningsorgan i henhold til ODA⁵⁸. Det vises i den anledning til Lovavdelingens uttalelse i Prop. 100 S⁵⁹ (2015–2016) s.66 vedrørende myndighetsoverføring ved inkorporering av EMIR:

"Også innlemmelsen av bestemmelsene i EMIR om tvangsmulkt, sanksjoner mv. for transaksjonsregistre i EØS-avtalen isolert sett, vil kunne anses å innebære en overføring av myndighet som er "lite inngripende". Samlet sett kan myndighetsoverføringen under

⁵⁷ ESMA publiserte 13. november 2018 "Final technical advice securitisation repositories fees" (ESMA33-128-505).

⁵⁸ Avtale om endring av avtalen mellom EFTA-statene om opprettelse av et overvåkningsorgan og en domstol ved tilføyelse av en ny artikkel 25a og en ny protokoll 8 til avtalen.

⁵⁹ Prop. 100 S 2015–2016 "Samtykke til 1) deltakelse i åtte beslutninger i EØS-komiteen om innlemmelse i EØS-avtalen av rettsaktene som etablerer EUs finanstilsynssystem og enkelte andre rettsakter, 2) overføring av myndighet til å utøve beføyelser med direkte virkning i Norge til EFTAs overvåkningsorgan og EFTA-domstolen ved framtidig innlemmelse i EØS-avtalen av forordning (EU) nr. 600/2014, forordning (EU) nr. 1286/2014 og forordning (EU) nr. 2015/2365".

forordningen imidlertid anses å ligge i grenseland for hva som kan besluttes i medhold av Grunnloven § 26 annet ledd. Siden Regjeringen uansett tilrår at Stortinget ved sitt samtykke bygger på kravet om $\frac{3}{4}$ flertall, jf. Grunnloven § 115, er det ikke nødvendig å ta stilling til om myndighetsoverføringen som skjer under forordningen, i seg selv er mer enn lite inngripende, jf. punkt 10.2."

Arbeidsgruppen forutsetter at det ved innlemmelse av forordningen i EØS-avtalen, vil bli tatt nødvendige forbehold knyttet til ESMA's rolle overfor Finanstilsynet og andre berørte norske institusjoner.

8. Kapitalkravsregler

8.1 Gjeldende rett

8.1.1 Kapitalkravsreglene for banker

Reglene om verdipapirisering i kapitalkravsforskriften er i hovedsak i samsvar med reglene i kapitalkravsforordningen (CRR) før endringsforordning 2017/2401. Det er regler som skal sikre at risikoen overføres, herunder regler om vesentlig risikooverføring. Dersom slik risikooverføring har funnet sted, vil ikke utlånene inngå i bankens grunnlag for beregning av kapitalkrav.

Det er kun adgang til å investere i en verdipapirisering dersom verdipapiriserer, organisator eller opprinnelig långiver løpende tilbakeholder 5 prosent av de økonomiske interessene i verdipapiriseringen. Reglene ble innført etter finanskrisen i 2008–2009 for å redusere avviket mellom interessene til de som foretar verdipapirisering og de som investerer i verdipapiriseringsposisjoner. Det er noen unntak fra dette kravet, bl.a. ved verdipapirisering av engasjementer med stater, sentralbanker og regionale myndigheter.

Hovedmetoden for fastsettelse av risikovekter for verdipapiriseringsposisjoner både etter standardmetoden og IRB-metoden er de eksterne kredittvurderingene (ratingene). Etter IRB-metoden tas det i tillegg noe hensyn til transjenes prioritet og transjetykkelse utover det som følger av den eksterne kredittvurderingen.

Det er ventet at kapitalkravsforordningen tas inn i norsk rett i løpet av 2019.

8.1.2 Kapitalkravsregler for forsikringsforetak

Solvens II-forskriften⁶⁰ § 53 gjennomfører EU-kommisjonens utfyllende forordning til Solvens II-direktivet,⁶¹ som bl.a. omfatter kapitalkrav for forsikringsforetaks investeringer i verdipapiriseringer. I likhet med i bankreglene, er det krav om at verdipapiriserer, organiserende foretak eller opprinnelig långiver må tilbakeholde minst 5 prosent av den økonomiske interessen i verdipapiriseringer for at forsikringsforetak skal kunne investere i dem.

⁶⁰ Forskrift 25. august 2015 nr. 999 til finansforetaksloven om gjennomføring av Solvens II-direktivet (Solvens II-forskriften).

⁶¹ Delegert kommisjonsforordning 2015/35.

De ulike kapitalkravene fastsettes ut fra verdipapiriseringsposisjonenes modifiserte durasjon⁶² og eksterne kredittvurdering (rating) ut fra tabeller.

8.1.3 OMF-foretak og konsolidering

Ved utløpet av 2018 var 55 prosent av norske bankers utlån med pant i bolig overført til OMF-foretak, mens det samme gjaldt 11 prosent av utlån med pant i næringseiendom. OMF-foretakene er underlagt konsesjonskrav og tilsyn, og er omfattet av de samme soliditets- og sikkerhetskravene som bankene. Mens de større bankene heleier hver sine OMF-foretak, deltar de mindre bankene i samarbeidende grupper der OMF-foretak inngår. Konsolideringskravene medfører at utlånsporteføljer overført til OMF-foretak, alltid må konsolideres inn ved bankenes oppfyllelse av kapitalkrav på konsolidert basis. Konsolideringskravene gjelder også for eierforetakene i samarbeidende grupper selv om eierandelene for mange av bankene ofte er svært lave.

8.2 EØS-regler

8.2.1 Kapitalkravsforordningen

Reglene om verdipapirisering i kapitalkravsforordningen (575/2013) gjelder overføring av kredittrisiko og kapitalkrav for investeringer i verdipapiriseringsposisjoner.⁶³ Dersom vesentlige kredittrisikoer anses overført, skal ikke lenger opprinnelig långiver inkludere de aktuelle engasjementene ved beregningen av risikovektet eksponeringsbeløp eller forventet tapt beløp. Engasjementene skal heller ikke inngå i eksponeringsmålet for beregning av uvektet kjernekapitalandel såfremt det er en tradisjonell verdipapirisering som tilfredsstiller vilkårene til vesentlig risikooverføring⁶⁴. Dersom kredittrisikoen regnes som overført, skal opprinnelig långiver bare beregne kapitalkrav for posisjoner foretaket selv innehar i verdipapiriseringen.

Forordning 2017/2401 endrer reglene for verdipapiriseringsposisjoner slik at bruk av ekstern kredittvurdering ikke lenger vil være hovedmetoden for beregning av kapitalkrav. Den innfører også tilleggskrav i kapitalsammenheng for at en verdipapirisering skal kunne regnes som en STS-verdipapirisering. Videre innføres det ulike gulv for kapitalkravene for verdipapiriseringsposisjoner, ytterligere skjerpede kapitalkrav for reverdipapiriseringsposisjoner og mindre strenge kapitalkrav for enkel, transparent og standardisert verdipapirisering (STS-verdipapirisering).

8.2.1.1 Reglene for overføring av kredittrisiko

Banker har insentiver til å oppnå reduserte kapitalkrav uten at det skjer en tilsvarende reduksjon i den reelle risikoen det svares kapital for. Det er derfor stilt en rekke betingelser til risikooverføring for at opprinnelig långiver ikke skal beregne kapitalkrav for en verdipapirisert portefølje.

For tradisjonell verdipapirisering gjelder følgende generelle krav, jf. artikkel 244 punkt 4:

- a) Dokumentasjonen vedrørende transaksjonen skal gjenspeile det økonomiske innholdet i verdipapiriseringen.

⁶² Modifisert durasjon eller rentefølsomhet viser hvor mange prosent obligasjonskursen reduseres dersom markedsrenten øker med ett prosentpoeng.

⁶³ Tilbakeholdte transjer i en syntetisk verdipapirisering skal også forstås som en investering i verdipapiriseringsposisjoner.

⁶⁴ Se CRR II - Compromise tekst, artikkel 429a (1) bokstav (m).

- b) Verdipapiriseringsposisjonene skal ikke utgjøre noen betalingsforpliktelse for verdipapirisereren.
- c) Verdipapirisereren og dennes kreditorer skal ikke kunne ta dekning i de verdipapiriserte engasjementene, herunder i tilfelle av offentlig administrasjon eller annen krisehåndtering. Dette skal bekreftes av en kvalifisert juridisk rådgiver.
- d) Verdipapirisereren skal ikke ha kontroll over de overførte engasjementene. Foretaket anses å ha kontroll dersom det har rett til å kjøpe tilbake engasjementene, eller på annen måte er forpliktet til å overta risiko. Rettigheter eller forpliktelser med hensyn til administrasjonen av engasjementene, anses ikke i seg selv som kontroll over engasjementene.
- e) Verdipapireringen skal ikke ha vilkår som:
 - i) krever at verdipapirisereren skal endre de underliggende kredittengasjementene for å forbedre gjennomsnittlig kredittkvalitet.
 - ii) øker avkastningen som skal utbetales til innehavere av verdipapiriserte posisjoner, eller på annen måte forbedrer verdipapiriseringsposisjonene som følge av en svekkelse av de underliggende engasjementenes kredittkvalitet.
- f) Verdipapiriserer eller organiserende foretak kan bare kjøpe verdipapiriseringsposisjoner eller kjøpe tilbake, restrukturere eller erstatte underliggende engasjementer ut over avtaleforpliktelsene hvis dette gjøres i samsvar med gjeldende markedsforhold på fritt og uavhengig grunnlag (armlengdeprinsipp).
- g) Dersom det er utstedt en ryddekjøpsopsjon⁶⁵, skal opsjonen oppfylle følgende vilkår:
 - i) Verdipapiriserer kan utøve opsjonen etter eget valg.
 - ii) Opsjonen kan bare utøves hvis inntil 10 prosent av den opprinnelige verdien av de underliggende engasjementene ikke er innfridd.
 - iii) Opsjonen er ikke strukturert for å unngå fordeling av tap på kredittforbedringsposisjoner eller andre posisjoner som innehas av investorer i verdipapireringen, eller på annen måte gir kreditorene bedre vern.

Vilkårene i bokstav a, e, f og g over gjelder tilsvarende for syntetisk verdipapirisering.

For at vesentlig kredittrisiko skal anses som overført ved syntetisk verdipapirisering, skal i tillegg følgende vilkår være oppfylt, jf. artikkel 245 punkt 4:

- a) Verdipapireringen skal ikke inneholde vilkår som:
 - i) fastsetter vesentlige terskelverdier for når kredittbeskyttelse utløses,
 - ii) gjør det mulig å oppheve beskyttelsen på grunn av svekket kredittkvalitet for de underliggende engasjementene,
 - iii) øker foretakets kostnader til kredittbeskyttelse som følge av svekket kredittkvalitet for de underliggende engasjementene.
- b) Kredittbeskyttelsen som kredittrisikoen er overført i henhold til, skal oppfylle kravene til kredittbeskyttelse i forordningen.
- c) Kredittbeskyttelsen skal være juridisk bindende i alle relevante jurisdiksjoner. Dette skal bekreftes av en kvalifisert juridisk rådgiver.

I tillegg til vilkårene over, er det både for tradisjonell og syntetisk verdipapirisering krav til i hvilken grad verdipapirisereren kan være investert i førstetapstransjen og den mellomliggende

⁶⁵ En ryddekjøpsopsjon er en mulighet for opprinnelig långiver etter avtalen til å kjøpe tilbake eller oppheve verdipapiriseringsposisjonene før alle de underliggende eksponeringene er tilbakebetalt.

transjen i en verdipapirisering. Hvis verdipapirisereren ikke lenger skal ha kapitalkrav knyttet til engasjementene, må også følgende vilkår oppfylles, jf. artikkel 244 punkt 2 og 245 punkt 2:

1. For en verdipapirisering med både en førstetapstransje og en eller flere mellomliggende transjer (mezzanine positions), kan verdipapiriserer maksimalt ha 50 prosent av den risikovektede eksponeringen i de mellomliggende transjene. For en slik verdipapirisering er det ikke noen grense for foretakets investeringer i førstetapstransjen.
2. Dersom det ikke finnes noen mellomliggende transje (mezzanine positions) i en gitt verdipapirisering, kan verdipapiriserer ikke eie mer enn 20 prosent av førstetapstransjen. Foretaket må dokumentere at førstetapstransjen overstiger tapet som forventes med en betydelig margin.

Verdipapiriserer anses også å ha overført risikoen for lånene hvis foretaket bruker en risikovekt på 1250 prosent eller gjør fradrag i ren kjernekapital, for alle posisjoner foretaket har i verdipapiriseringen, jf. artikkel 244 punkt 1 og artikkel 245 punkt 1.

Nasjonale tilsynsmyndigheter kan gjøre unntak fra kravet om maksimale plasseringer i førstetapstransjen og den mellomliggende transjen, men skal da informere EBA om dette. Unntak kan bare gis dersom opprinnelig långiver kan dokumentere at reduksjonen i kapitalkravet er berettiget utfra en risikooverføring til tredjeparter. Unntak er betinget av at tilsynsmyndighetene mener at foretaket har tilstrekkelige retningslinjer for risikostyring og metoder for å vurdere risikooverføringen. Foretaket må også i forbindelse med sin interne risikostyring og kapitalallokering i hvert tilfelle ha anerkjent kredittrisikooverføringen til tredjeparter.

Dersom nasjonale tilsynsmyndigheter mener at kredittrisikoen ikke kan anses overført, og stiller krav til kapitaldekning, skal de informere EBA om dette.

Etter kapitalkravsforordningen artikkel 250 er det forbud mot at verdipapiriserer eller organiserende foretak yter støtte til verdipapiriseringen utover sine kontraktsforpliktelser i den hensikt å redusere investorenes potensielle eller faktisk tap. En transaksjon skal ikke anses som støtte dersom den er basert på prinsippet om armlengdes avstand og er blitt tatt med i den samlede vurderingen av om det foreligger en vesentlig risikooverføring. Verdipapiriserer og organiserende foretak skal notifikere nasjonale tilsynsmyndigheter hvis de inngår transaksjoner i forbindelse med verdipapiriseringen som ikke er vurdert som støtte. Hvis verdipapiriserer eller organiserende foretak ikke oppfyller artikkelens krav til støtte, så må de holde kapital for alle de underliggende eksponeringene i verdipapiriseringen. EBA har gitt nærmere retningslinjer om hva som er armlengdes avstand og under hvilke omstendigheter en transaksjon ikke er strukturert til å gi støtte.⁶⁶

8.2.1.2 Kapitalkrav for investeringer i verdipapiriseringsposisjoner

Kredittvurderingene fra eksterne ratingbyråer er ikke lenger hovedmetoden for beregning av kapitalkrav for verdipapiriseringsposisjoner. Det er fastsatt krav til andre metoder. Det skilles mellom STS-verdipapirisering og annen verdipapirisering, og det er høyere kapitalkrav for reverdipapiriseringer. Det er også satt et risikovektgulv for posisjoner i STS-verdipapirisering på 10 prosent, for øvrig verdipapirisering på 15 prosent og for reverdipapirisering på 100 prosent.

⁶⁶ EBA/GL/2016/08: Guidelines on implicit support for securitisation transactions

Det stilles krav til følgende metodebruk i foretakene, jf. artikkel 254:

- a) Foretaket skal benytte SEC-IRBA (Securitisatation Internal Ratings Based Approach) dersom kravene til denne metoden er oppfylt.
- b) Foretaket skal benytte SEC-SA (Securitisatation Standardised Approach) dersom SEC-IRBA ikke kan benyttes med følgende unntak:
 - i) SEC-ERBA (Securitisatation External Ratings Based Approach) i stedet for SEC-SA i definerte tilfeller der SEC-SA ikke kan benyttes.
 - ii) SEC-ERBA eller SEC-SA for alle verdipapiriseringsposisjoner med en ekstern kredittvurdering eller der en ekstern kredittvurdering kan utledes. Dersom SEC-ERBA skal benyttes, må foretaket melde fra om dette til nasjonale tilsynsmyndigheter.
- c) Foretaket skal benytte SEC-SA med noen modifikasjoner for posisjoner i reverdipapiriseringer.

SEC-IRBA og SEC-SA er metoder basert på formler som blant annet benytter kapitalkravet for de underliggende engasjementene etter henholdsvis IRB-metoden og standardmetoden, som inndata. SEC-ERBA er en metode som er basert på eksterne kredittvurderinger (ratinger).

Bestemmelsene gjelder verdipapiriseringsposisjoner i bankporteføljen. For verdipapiriseringsposisjoner i handelsporteføljen utenom korrelasjonsporteføljen, skal spesifikk risiko etter gjeldende markedsrisikoregler beregnes på samme måte som for posisjoner i bankporteføljen. Ved beregning av kapitalkrav for generell risiko behandles verdipapiriseringsposisjoner på samme måte som andre finansielle instrumenter.

8.2.1.3 Tilleggskrav for STS-verdipapiriseringer

Det er enkelte tilleggskrav som må oppfylles i kapitalsammenheng for at en verdipapirisering skal kunne risikovektes som en STS-verdipapirisering, jf. artikkel 243

Et tilleggskrav for all STS-verdipapirisering, er at:

- Ingen engasjementer med en motpart eller gruppe av tilknyttede motparter skal ha en samlet verdi som overstiger 2 prosent den samlede verdien av de underliggende engasjementene. Grensen gjelder ikke verdipapiriserte restverdier ved leasing der det ikke foreligger refinansierings- eller videresalgsrisiko som følge av at en godtakbar yter av beskyttelse er forpliktet til å kjøpe tilbake eller refinansiere restverdien til et på forhånd avtalt beløp. Grensen gjelder heller ikke for engasjementer i et ABCP-program som er kundefordringer som er fullt dekket av forordningens krav til kredittbeskyttelse.

For at verdipapiriseringsposisjoner i et ABCP-program eller -transaksjon skal kunne risikovektes som en STS-verdipapirisering, må i tillegg følgende krav oppfylles:

- Massemarkedsengasjementer i verdipapireringen skal ha en risikovekt etter standardmetoden som ikke overstiger 75 prosent og øvrige engasjementer en risikovekt som ikke overstiger 100 prosent.

For annen verdipapirisering enn ABCP-program og –transaksjoner, er tilleggskravene for STS-verdipapiriseringer følgende:

- På det tidspunktet de underliggende engasjementene inkluderes i verdipapiriseringen skal engasjementene etter standardmetoden ha en risikovekt som er lik eller mindre enn:
 - i. 40 prosent basert på et engasjementsverdi-vektet gjennomsnitt for lån med pant i boligeiendom
 - ii. 50 prosent for hvert engasjement med pant i næringseiendom
 - iii. 75 prosent for hvert massemarkedsengasjement
 - iv. 100 prosent for andre engasjementer
- For lån med pantesikkerhet i eiendom kan bare lån med etterstilt prioritet inkluderes i en STS-verdipapirisering dersom alle lån med foranstående prioritet også inngår i den samme verdipapiriseringen. Videre kan ingen boliglån ha en høyere belåningsgrad enn 100 prosent på det tidspunktet de inkluderes i en STS-verdipapirisering.

8.2.2 Solvens II-forordningen

Etter Solvens II-reglene skal kapitalkravet for verdipapiriseringsposisjoner fastsettes ut fra posisjonens modifiserte durasjon og eksterne kredittvurdering (rating) ut fra tabeller, jf. artikkel 178. I tabellene er det lagt inn parametere slik at kapitalkravet skal være lik det tapet i basiskapitalen som ville følge av et umiddelbart relativt fall i verdien av hver type verdipapiriseringsposisjon.

Forordning 2018/1221 endrer reglene slik at inndelingen som før var etter type 1- og type 2 - verdipapiriseringsposisjoner skjer etter STS-verdipapiriseringsposisjoner og andre verdipapiriseringsposisjoner ut fra mer risikosensitive tabeller.

Det er ulike tabeller for senior STS-verdipapirisering og ikke-senior STS-verdipapirisering som er eksternt kredittvurdert, og for senior STS-verdipapirisering og ikke-senior STS-verdipapirisering som ikke er eksternt kredittvurdert. Det er videre egne tabeller for reverdipapiriseringer og for andre verdipapiriseringer enn STS- og reverdipapiriseringer, som er eksternt kredittvurdert. For eventuelle andre verdipapiriseringer enn de forannevnte, er det fastsatt en høyere tapsfaktor.

For en senior STS-verdipapiriseringsposisjon på NOK 100,- med en modifisert durasjon på 4 og en AAA-kredittvurdering fra Standard & Poor's, vil for eksempel foretaket måtte ha NOK 4,- i ansvarlig kapital når det ikke tas hensyn til diversifisering. For en senior STS-verdipapiriseringsposisjon på NOK 100 med en modifisert durasjon på 11 og en BBB-kredittvurdering fra Standard & Poor's, må foretaket til sammenligning ha NOK 23,6 i ansvarlig kapital. Diversifiseringsforutsetningene i Solvens II kan redusere kravet til ansvarlig kapital med mellom 15–40 prosent for et typisk foretak.

Kapitalkravet etter Solvens II-reglene kan ikke sammenlignes direkte med kapitalkravet etter kapitalkravsforordningen ettersom risikovekten etter kapitalkravsforordningen skal multipliseres både med verdien av verdipapiriseringsposisjonen og med det samlede kapitalkravet (pilar 1 / pilar 2 og bufferkrav) for å komme fram til kapitalkravet for verdipapiriseringsposisjonen. For en STS-verdipapiriseringsposisjon på NOK 100,- med en risikovekt tilsvarende gulvet på 10 prosent, vil en bank med et samlet pilar 1, pilar 2 og bufferkrav på 20 prosent, måtte ha NOK 2,- i ansvarlig kapital.

8.3 Arbeidsgruppens vurderinger

Det er ingen nasjonale valg i forordningsbestemmelsene om kapitalkrav for verdipapiriseringsposisjoner. Endringsforordning 2017/2401 og 2018/1221 skal gjennomføres ved inkorporering. Forordningene tilpasser kapitalreglene til den nye verdipapiriseringsforordningen, og bør derfor gjennomføres samtidig med denne. Når forordningene gjennomføres, antar arbeidsgruppen av kapitalkravsforordningen (CRR) vil være inkorporert i norsk rett slik Solvens II-forordningen er. Endringene i disse forordningene vil gjennomføres ved endringer i det norske kapitalkravsregelverket når endringsforordningene tas inn i EØS-avtalen. Slike endringer omfattes ikke av arbeidsgruppens forslag til regelendringer.

Etter endringene i kapitalkravsforordningen kan tilsynsmyndighetene utvise et visst skjønn om det har funnet sted en vesentlig risikooverføring slik at banken ikke skal beregne kapitalkrav for lånene. Dette vil innebære nye oppgaver for Finanstilsynet. EBA fastsatte 7. juli 2014 retningslinjer for anvendelsen av reglene om vesentlig risikooverføring, og har i diskusjonsnotat fra desember 2017⁶⁷ videreutviklet vurderingene av temaet. EBA skal overvåke nasjonale praksiser og kan foreslå utfyllende regler, som i tilfelle skal fastsettes av EU-kommisjonen.

9. Tilsyn og administrative sanksjoner

9.1 EØS-rett

Medlemslandene skal utpeke den myndighet som skal føre tilsyn med overholdelse av forordningen. ESRB skal være ansvarlig for makrotilsynet med EUs verdipapiriseringsmarked.

Etter verdipapiriseringsforordningen artikkel 7 har de foretakene som inngår i en verdipapirisering plikt til å gjøre opplysninger om verdipapiriseringen tilgjengelig for tilsynsmyndigheten. Plikten omfatter bl.a. all transaksjonsdokumentasjon, herunder avtaler om salg (ved tradisjonell verdipapirisering) og avtaler mellom administrasjonsforetaket og spesialforetaket. Det følger av forordningen artikkel 27 at verdipapiriserer og organiserende foretak skal informere tilsynsmyndigheten om STS-notifiseringer til ESMA og angi hvilket foretak som vil være kontaktpunkt for investorer og tilsynsmyndigheten.

Etter artikkel 244 i kapitalkravsforordningen (etter endringen), kan tilsynsmyndigheten pålegge verdipapiriserer å fortsatt beregne kapitalkrav for en verdipapirisert portefølje hvis vilkårene for vesentlig risikooverføring mv. ikke anses oppfylt.

Forordningen har krav om at medlemsstatene etablerer effektive og forholdsmessige tiltak for overtredelser av følgende av forordningens bestemmelser:

- artikkel 6 om risikotilbakeholdelse
- artikkel 7 om transparenskrav
- artikkel 9 om kriterier for långivning
- artikkel 18 om bruk av STS i markedsføring og salg av verdipapiriseringer
- artikkel 19–22 om krav til eiendelsikrede obligasjoner

67

<https://eba.europa.eu/documents/10180/1963391/Discussion+Paper+on+the+Significant+Risk+Transfer+in+Securitisation+%28EBA-DP-2017-03%29.pdf/228098e3-29ba-473f-9e4c-680ce32e1869>

- artikkel 23–26 om krav til eiendelssikrede sertifikater
- artikkel 27 nr. 4 om plikt til å gi melding til ESMA når kravene til eiendelssikrede sertifikater og eiendelssikrede obligasjoner ikke lenger er oppfylt.

Tiltakene kan være administrative sanksjoner og/eller forvaltningstiltak. Sanksjoner skal kunne rettes mot alle aktørene i en verdipapirisering. Forordningen angir følgende tiltak:

- offentliggjøring av kritikk
- pålegg om retting
- ledelseskarantene
- midlertidig forbud mot at en verdipapirisering anses å oppfylle kravene til STS
- administrative bøter på minst EUR 5 000 000 for fysiske personer, som f.eks. medlemmer av styret eller andre personer som er ansvarlig for overtredelsen
- administrative bøter på minst EUR 5 000 000 for juridiske personer, alternativt inntil 10 prosent av samlet årlig nettoomsättning
- midlertidig tilbakekall av tillatelse gitt for utførelse av tredjemannskontroll av STS-verdipapiriseringer

Artikkel 33 angir relevante momenter i forbindelse med vurderingen av om administrative sanksjoner/forvaltningstiltak skal benyttes.

Medlemslandene kan bestemme at det ikke skal fastsettes administrative sanksjoner hvis overtredelser er omfattet av straffebestemmelser. Hvis medlemslandet velger straffebestemmelser, skal ESMA, EBA og EIOPA informeres om anmeldelser til nasjonale påtalemyndigheter.

9.2 Arbeidsgruppens vurderinger

9.2.1 Generelt

Arbeidsgruppen foreslår en bestemmelse i finansforetaksloven om at Finanstilsynet skal være tilsynsmyndighet. Finanstilsynets myndighet vil følge både av forordningen og finanstilsynsloven. Etter forordningen skal det også føres tilsyn med enkelte bestemmelser som det kan avtales at spesialforetaket skal oppfylle. Som nevnt antar arbeidsgruppen at det ikke vil bli etablert norske spesialforetak.

Forordningens krav til at foretakene i verdipapiriseringen skal holde dokumentasjon tilgjengelig for tilsynsmyndigheten gjennomføres gjennom inkorporasjon av forordningen. Arbeidsgruppen kan ikke se at det er behov for andre regelendringer.

Også kravet til at tilsynsmyndigheten skal ha melding om STS-notifikasjoner gjennomføres ved inkorporasjon av forordningen.

Arbeidsgruppen antar at tilsynet med overholdelsen av verdipapiriseringsforordningens bestemmelser, på samme måte som tilsynsvirksomheten ellers, vil være risikobasert.

9.2.2 Sanksjonering

Finanstilsynet har i dag de tilsynsmessige virkemidlene som angis i forordningen, med unntak av pålegg om ledelseskarantene. Arbeidsgruppens vurderinger er derfor begrenset til dette tilsynsmessige tiltaket og til bruk av overtredelsesgebyr som etter norsk rett er en administrativ sanksjon som følger særlige regler i forvaltningsloven.

EØS-regelverket har de siste årene lagt opp til økt bruk av administrative sanksjoner. Administrative sanksjoner reiser spørsmål knyttet til rettsikkerhet. Formålet med forvaltningslovens saksbehandlingsregler ved illeggelse av administrative sanksjoner (forvaltningsloven kapittel IX som ble satt i kraft 1. juli 2017), er å bidra til at nødvendige rettssikkerhetsgarantier overholdes. Etter forvaltningsloven kan overtredelsesgebyr ilegges etter faste satser eller utmåles i det enkelte tilfelle innenfor en øvre ramme som må fastsettes i lov eller forskrift. Ved illeggelse av gebyr til fysiske personer kan det bl.a. legges vekt på overtredelsens omfang og virkninger, fordeler som er eller kunne vært oppnådd ved lovbruddet, samt overtrederens skyld og økonomisk evne. Ved avgjørelsen av om et foretak skal ilegges gebyr, og ved utmålingen, kan det legges vekt på en rekke forhold angitt i forvaltningsloven § 46, bl.a. gebyrets preventive virkninger, overtredelsens grovhet, om det foreligger gjentakelse og foretakets økonomiske vinning.

EØS-reglene stiller som nevnt ikke krav til administrativt ilagte overtredelsesgebyrer hvis overtredelse av regelverket kan straffesanksjoneres. Arbeidsgruppen foreslår at verdipapiriseringsforordningen gjennomføres ved at det tas inn en inkorporasjonsbestemmelse i finansforetaksloven. Etter finansforetaksloven § 22-1 kan forsettlig eller uaktsom overtredelse av loven eller forskrifter gitt i medhold av loven, straffes med bøter, eller under særlig skjerpene omstendigheter med fengsel i inntil ett år. Overtredelse av forordningens bestemmelser vil dermed kunne straffes, med mindre det foreslås endringer i straffebestemmelsen.

Det er fastsatt og foreslått regler om administrative gebyrer ved overtredelse av en rekke regler som knytter seg til både organisatoriske krav og virksomhetsregler i verdipapirforetak og forvaltningsselskap for verdipapirfond. Det er også gitt regler om overtredelsesgebyr i hvitvaskingsloven. Arbeidsgruppen er kjent med at Finanstilsynet vurderer behovet for overtredelsesgebyrer også ved overtredelse av bestemmelser i finansforetaksloven.

Arbeidsgruppen er i tvil om behovet for administrative gebyrer ved overtredelse av forordningens bestemmelser. Hvis det innføres gebyrer ved overtredelse av nærmere angitte bestemmelser i finansforetaksloven, bør hjemmelen for gebyrer også omfatte overtredelse av de i punkt 9.1 nevnte bestemmelsene i forordningen.

Også ledelseskarantene er innført i en rekke EØS-regler. I likhet med det som gjelder overtredelsesgebyr, bør bruk av ledelseskarantene vurderes på generelt grunnlag når det gjelder overtredelser av bestemmelser i finansforetaksloven.

10. Tilpasninger av norsk regelverk

10.1 Konsesjon som finansieringsforetak for spesialforetaket

Etter finansforetaksloven § 2-1 vil et spesialforetak som enten overtar lån i en tradisjonell verdipapirisering eller yter en finansiell garanti i en syntetisk verdipapirisering drive konsesjonspliktig finansieringsvirksomhet og være underlagt regler om kapitalkrav og tilsyn. Bestemmelsen har vært begrunnet i at lik risiko skal behandles likt, for å unngå at risiko konsentreres hos svakt regulerte eller uregulerte aktører.

Arbeidsgruppen har forstått det som at krav til konsesjon og kapitalkrav innebærer at det i praksis ikke vil være mulig for norske banker å verdipapirisere ved bruk av norske spesialforetak. Arbeidsgruppen legger til grunn at forordningen er til hinder for å forby norske verdipapirisere å bruke spesialforetak etablert i annet EØS-land. Arbeidsgruppen mener at norske krav til konsesjon for å drive virksomhet som spesialforetak ikke kan begrunnes i allmenne hensyn som tilsier nasjonale krav.

Det foreslås derfor et unntak fra krav til konsesjon som finansieringsforetak og kredittforetak og reglene om kapitalkrav. Unntaket vil gjelde for spesialforetak som omfattes av forordningen og som oppfyller nærmere krav i finansforetaksloven. I likhet med det som gjaldt etter tidligere regler, foreslås det en presisering av at spesialforetaket ikke kan utstede obligasjoner løpende. Dette fordi løpende utstedelser krever konsesjon etter EØS-reglene.

10.2 Krav til administrasjonsforetaket

Verdipapiriseringsforordningen stiller ikke krav til organiseringen av administrasjonsforetak.

Som nevnt tidligere, antar arbeidsgruppen at banker som verdipapirisere sine lån normalt vil være administrasjonsforetak, og dermed fortsatt ha kundekontakten med låntakerne. Arbeidsgruppen har forstått det som at det i noen grad er etablert praksis der verdipapirisere likebehandler kunder uavhengig av om lånet er verdipapirisert. Dette ved at kundebehandlere i banken (som administrasjonsforetak) ikke vet hvilke lån som er verdipapiriserte.

Lånekundene vil ha sine lovfastsatte rettigheter etter finansavtaleloven mv. også etter en overføring av lånene til spesialforetaket. Arbeidsgruppen antar at det vil være en fordel for kundene at det er den verdipapirisende banken som beholder kontakten med kunden, særlig i tilfeller der kunden også har andre engasjementer med banken. Forordningen åpner imidlertid ikke for å kreve at banken skal være administrasjonsforetak, og heller ikke å fastsette krav til faktisk likebehandling med andre kunder i forbindelse med for eksempel forhandlinger om rentebetingelser. Hvis det velges et annet administrasjonsforetak enn verdipapirisere, bør det imidlertid stilles krav til at foretaket har tilstrekkelig kompetanse til å følge opp lånekundene.

Arbeidsgruppen foreslår på denne bakgrunn at der verdipapirisere er finansforetak, må administrasjonsforetaket være bank, kredittforetak eller finansieringsforetak. Et slikt krav anses også nødvendig for at administrasjonsforetaket kan oppfylle plikten til å gi opplysninger til gjeldsregistrene, jf. forslaget i punkt 10.6.

10.3 Låntakers rettigheter – krav til samtykke

Etter finansavtaleloven § 45 første ledd kan finansforetak overføre fordringer til andre finansforetak uten samtykke. Det er en forutsetning for overføring av låneporteføljer at foretaket som porteføljen overføres til har adgang til å drive finansieringsvirksomhet. Ved overdragelse til andre enn finansforetak kreves det særskilt samtykke fra låntaker. Særskilt samtykke innebærer at det må foreligge et aktivt og uttrykkelig samtykke fra låntakers side.⁶⁸ Krav til særskilt samtykke kan fravikes ved avtale for andre låntakere enn forbrukere.

Andre enn finansforetak som yter lån til forbrukere (f.eks. selgerkreditt) er også omfattet av finansavtaleloven, jf. § 1 femte ledd. For disse gjelder ikke samtykkekravet ved overdragelse av låneporteføljer. Her gjelder alminnelige regler om kreditorskifte. Det følger imidlertid av finansavtaleloven § 45 andre ledd at kapittel 3 i finansavtaleloven, som regulerer kredittavtaler, fortsatt vil gjelde mellom kunden og ny kredittgiver, noe som innebærer at låntaker vil ha sine rettigheter etter finansavtaleloven selv om lånet overdras.

I Ot.prp. nr. 41 (1998–1999) Om lov om finansavtaler og finansoppdrag (finansavtaleloven) punkt 9.6.3, vektla Justisdepartementet at forbrukere er gitt et god rettslig vern ved overdragelse av fordringer. Justisdepartementet uttalte bl.a. følgende:

"Departementet ser det likevel slik at en kunde som tar opp lån i en finansinstitusjon eller en lignende institusjon, har grunn til å forvente at han eller hun fortsatt vil kunne forholde til en institusjon av denne art gjennom hele låneforholdet. Ut fra de krav som stilles til finansinstitusjoner o l har kunden etter departementets syn grunn til å forvente at avtaleparten skal være en institusjon av en viss størrelse, noe som igjen gir grunn til visse forventninger mht. avtalepartens opptreden overfor sine kunder.

Departementet er etter dette kommet til at finansavtalelovens utgangspunkt bør være at lånefordringer som omfattes av loven, bare skal kunne overdras til en finansinstitusjon eller en lignende institusjon, se utkastet § 45 første ledd. Dette bør gjelde både for ikke forfalte og forfalte fordringer. Banklovkommisjonens utgangspunkt i NOU 1998: 14 om at oppkjøp av forfalte fordringer isolert sett ikke er å anse som finansieringsvirksomhet, kan etter departementets syn ikke være avgjørende i denne sammenheng.

I forbindelse med en aktuell overdragelse bør likevel kunden kunne samtykke i at overdragelsen ikke skjer til en finansinstitusjon e l. Utenfor forbrukerforhold vil det, i samsvar med hovedregelen i utkastet § 2 annet ledd, også være adgang til å fravike § 45 første ledd gjennom låneavtalen.

Etter departementets syn vil den foreslåtte regelen ikke innebære noe urimelig inngrep i forhold til institusjonenes håndtering av utestående fordringer. Som påpekt vil den foreslåtte regelen ikke være til hinder for overdragelse til andre finansinstitusjoner eller lignende institusjoner. Det vil også fortsatt være anledning til å overlate inndrivingen til et inkassoselskap, selv om det ikke, uten låntakerens samtykke, vil være adgang til å overdra fordringen til et slikt selskap."

⁶⁸ <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/-45-forste-ledd---samtykke-ved-overdrage/id451522/>

Finansieringsvirksomhetsloven⁶⁹ inneholdt bestemmelser om samtykke ved overføring av låneporteføljer til spesialforetak for verdipapirisering. Finansieringsvirksomhetsloven § 2-39 ga låntaker en gitt frist på minimum tre uker til å nekte samtykke til overdragelsen. Hvis retten til å nekte samtykke ikke ble benyttet innen fristen, ble det lagt til grunn at samtykke var gitt (såkalt passivt samtykke). Før fristen begynte å løpe, skulle finansforetaket opplyse lånekunden om hvilke plikter og rettigheter finansforetaket, spesialforetaket og forvalter ville få overfor låntaker. Finansieringsvirksomhetsloven § 2-38 siste ledd inneholdt en bestemmelse om at spesialforetaket bare kunne inngå avtale om forvaltning av låneporteføljen med overdragende finansforetak eller tilsvarende foretak som overdrageren. Dette innebar at kundeforholdet fortsatt ville bli fulgt opp av et finansforetak etter overdragelsen av lånet.

Verdipapiriseringsforordningen regulerer som nevnt ikke låntakers rettigheter, slik som krav til samtykke for overdragelse av lån til et spesialforetak for verdipapirisering. Nasjonale myndigheter kan regulere forhold som ikke direkte reguleres i forordningen så lenge dette ikke er i strid med formålet bak forordningen og for øvrig er i overenstemmelse med EØS-rettslige prinsipper.

Som det framgår av punkt 10.1, mener arbeidsgruppen at det ikke bør stilles krav om konsesjon for å drive virksomhet som spesialforetak. Dette gjelder både eventuelle norske spesialforetak og foretak etablert i andre EØS-land som driver grensekryssende virksomhet i Norge. En konsekvens av dette forslaget er at en bank etter reglene i finansavtaleloven ikke kan overføre låneporteføljer til et spesialforetak uten særskilt samtykke fra låntakerne.

Et slikt krav om aktivt samtykke fra låntakerne vil begrense muligheten for å verdipapirisere utlånsporteføljer og vil etter arbeidsgruppens vurderinger kunne være i strid med forordningens formål. På den annen side er ivaretagelse av låntakers rettsstilling et legitimt formål som kan begrunne nasjonale regler. Dette gjelder særlig der låntaker er forbruker.

Verdipapirisering kan innebære at låntakeren må forholde seg til en annen motpart enn den låneavtalen ble inngått med, og låntakeren kan av ulike grunner ønske å videreføre sitt kundeforhold med sin bank, f.eks. på grunn av praktiske fordeler ved å samle tjenester hos én eller noen få banker, tilleggsfordeler og produktegenskaper, gode tekniske løsninger, godt forhold til kunderådgiver osv. Disse hensynene gjør seg imidlertid også gjeldende ved overføring av lån mellom finansforetak, som kan foretas uten samtykke fra kunden. På den annen side kan det tenkes at låntakeren kan få en dårligere forhandlingsposisjon overfor långiver ved at det oppstår forskjeller i behandlingen av kunderelasjoner avhengig av om lånet er verdipapirisert eller ikke, eller at lånet blir mindre fleksibelt når det inngår i en verdipapirisering sammenlignet med når det står på bankens balanse.

Låntakerne vil ikke miste sine rettigheter etter finansavtaleloven selv om fordringen blir overdratt til et spesialforetak. Låntakers rettigheter følger i første rekke av låneavtalen. For låntakeren vil situasjonen derfor i utgangspunktet ikke være noen annen enn hvis lånet overføres fra ett finansforetak til et annet finansforetak. Ettersom et "tomt" spesialforetak vil være formell part i låneavtalen, bør imidlertid låntakeren kunne nekte samtykke til verdipapirisering av sitt lån. Arbeidsgruppen foreslår derfor det samme kravet til passivt samtykke som fulgte av tidligere norske regler om verdipapirisering. Etter forslaget skal verdipapirisierer informere låntakeren om hvilket

⁶⁹ Opphevet.

foretak som skal erverve lånene, hvilket foretak som skal ha kundekontakten og for øvrig hvilke plikter og rettigheter låntaker vil ha overfor spesialforetaket og administrasjonsforetaket. Låntaker vil ha tre uker til å vurdere om samtykke skal nektes. Arbeidsgruppen kan ikke se at et krav om passivt samtykke vil være i strid med forordningens formål og EØS-rettslige prinsipper.

Finansavtalens krav til samtykke gjelder i utgangspunktet for alle lån gitt av finansforetak. Ved lån til næringsdrivende kan imidlertid bestemmelsen fravikes i låneavtalen. Arbeidsgruppen foreslår ikke endringer på dette punktet. Næringsdrivende kan dermed fraskrive seg retten til å kunne motsette seg overføring av lånet, også i forbindelse med en verdipapirisering.

10.4 Tilknytning til klagenemnd

Tilknytning til klagenemnd er ikke regulert i forordningen.

Et spesialforetak er ikke et finansforetak. Spesialforetaket vil derfor ikke være omfattet av finansforetaksloven § 16-3 om at det i forskrift kan bestemmes at finansforetak skal være tilsluttet en klagenemnd. Forskriftshjemmelen er foreløpig ikke benyttet. Finansdepartementet har i brev 4. februar 2019 gitt Finanstilsynet i oppdrag å utarbeide utkast til forskrift til blant annet finansforetaksloven § 16-3 om plikt til å være tilknyttet en utenrettslig klagenemnd.

Finansforetaket, som opprinnelig långiver, vil være ansvarlig overfor låntaker for forhold som knytter seg til selve låneavtalen, selv om lånet er verdipapirisert. Låntaker kan derfor klage på verdipapiriserer (opprinnelig långiver) til Finansklagenemnda selv om spesialforetaket er ny formell motpart i låneavtalen. Arbeidsgruppen antar at de fleste klagenene knytter seg til betingelser i låneavtalen. For denne type klager vil det etter arbeidsgruppens vurdering ikke være behov for særregulering fordi finansforetaket vil være omfattet av bestemmelsen i finansforetaksloven § 16-3.

Låntaker kan også ønske å klage på forhold som har oppstått etter at lånet er overført til spesialforetaket. Dette kan for eksempel være manglende overholdelse av frister i finansavtaleloven knyttet til renteøkning. I disse tilfellene er det administrasjonsforetaket som utfører oppgaver på vegne av spesialforetaket.

Arbeidsgruppen foreslår en bestemmelse om at administrasjonsforetaket skal representere spesialforetaket i saker som behandles av Finansklagenemnda. Arbeidsgruppen mener med dette at kunden skal kunne forholde seg til administrasjonsforetaket også i en sak for Finansklagenemnda. Et eventuelt regressoppgjør mellom spesialforetaket og administrasjonsforetaket må reguleres i serviceavtalen mellom spesialforetaket og administrasjonsforetaket.

10.5 Tinglysning

Ved verdipapirisering av lån som er sikret med pant, må overdragelsen til spesialforetaket tinglyses for at spesialforetaket skal få rettsvern for pantesikkerheten.

Tinglysingsloven (lov 18. desember 2013) har regler om tinglysning av rettigheter i grunnboken og i løssøreregisteret. Det er fastsatt forskrifter om gebyr for tinglysning.

Hovedregelen ved tinglysning i grunnboken, er at det betales et gebyr på NOK 525,-. Ved felles elektronisk tinglysning av overdragelse av ti eller flere elektronisk tinglyste pantedokumenter, betales det imidlertid bare et gebyr på NOK 5250,-.

Ved registrering i løssøreregisteret er gebyret NOK 1051,- ved innsending via Altinn, og NOK 1516,- ved innsending på annen måte. Det er ikke gitt særlige regler om elektronisk tinglysning av overdragelse av flere tinglyste dokumenter.

Bestemmelsen om gebyr ved felles elektronisk tinglysning i grunnboken ble fastsatt i forbindelse med nye regler om teknologinøytralitet, jf. Prop. 6 L (2016–2017) om endringer i tinglysingsloven, inkassoloven og tvangsfullbyrdelsesloven mv. (teknologinøytralitet). Tinglysingsloven var tidligere endret for å legge til rette for elektronisk tinglysning. Endringsloven var ikke satt i kraft i påvente av nødvendig utvikling av fagsystemet for elektronisk tinglysning. Departementet foreslo å innføre tinglysning som eneste mulige rettsvernsakt ved overdragelse av panteretter som er tinglyst elektronisk. I proposisjonen uttales det bl.a. følgende om massetinglysning⁷⁰:

"Til høringsinnspillene fra Finans Norge og Finansieringsselskapenes Forening om behov for gode løsninger for massetinglysning bemerkes at tinglysingsloven ikke hindrer samlet transport av en større mengde panteretter. Det kan gjennomføres ved at det innsendes en liste over panterettene til Statens kartverk enten elektronisk eller på papir. Gebyrene for tinglysning er regulert i forskrift, jf. tinglysingsloven § 12 b, og gebyrreglene vil bli gjennomgått før ikrafttredelse av endringene i § 22 nr. 1. Som påpekt av enkelte høringsinstanser er det viktig at tinglysning som rettsvernsakt ved overdragelser av elektronisk tinglyst pant ikke medfører uforholdsmessig store kostnader ved overdragelse eller frempantsettelse av store porteføljer av pantesikkerheter."

Reglene om massetinglysning kom inn i gebyrforskriften⁷¹ 26. juni 2017. I Kommunal- og moderniseringsdepartementets høringsnotat av 3. april 2017 uttaler departementet bl.a. følgende:

"Når tinglysning av overdragelse av elektronisk tinglyst panterett er nødvendig for å oppnå rettsvern, vil banker, kredittinstitusjoner eller andre ikke ha noe valgfrihet med hensyn til om overdragelsen skal tinglyses eller ikke. Følgelig vil det ikke være mulig å unngå tinglysingskostnadene.

Departementet ser at dette kan bli urimelig tyngende ved overdragelse av store porteføljer. Det fremmes derfor forslag om å endre bestemmelsene i forskrift om gebyr for tinglysning mv. slik at kostnadene kan begrenses ved overdragelse av elektronisk tinglyste panteretter i fast eiendom og i andel i borettslag, og også være forutsigbare for brukerne.

Retningsgivende for departementets vurdering er Finansdepartementets rundskriv 112/2015, som fastsetter bestemmelser om statlig gebyr- og avgiftsfinansiering. I rundskrivet slås det fast at betaling i form av gebyrer ikke skal overstige kostnaden ved å produsere og levere tjenesten.

På denne bakgrunn har departementet funnet det rimelig og i samsvar med Finansdepartementets rundskriv, å sette et øvre tak på antall overdragelser som det må betales gebyr for i de tilfellene hvor store porteføljer av panteretter skal overdras elektronisk."

⁷⁰ Proposisjonen punkt 6.4.

⁷¹ Forskrift 18. desember 2013 om gebyr for tinglysning, registrering eller anmerkning i grunnboken og kraftledningsregisteret.

Referansegruppen har understreket at verdipapirisering av for eksempel billån kan omfatte flere titalls tusen lån. Ved en overføring av 50 000 billån vil det med dagens regler påløpe tinglysningsgebyr (ved innsending via Altinn) på i overkant av 52 mill. kr.

Arbeidsgruppen legger til grunn at de samme hensyn til at gebyrer ikke skal overstige kostnaden ved å produsere og levere tjenesten vil gjelde ved tinglysning i løssøreregisteret. Arbeidsgruppen antar at Finansdepartementet følger opp dette ovenfor Nærings- og fiskeridepartementet.

10.6 Rapportering etter gjeldsinformasjonsloven

Etter gjeldsinformasjonsloven § 10 skal finansforetak "rapportere eller på annen måte gjøre gjeldsopplysninger, jf. § 2 bokstav d, tilgjengelig for gjeldsinformasjonsforetak". Som gjeldsopplysning regnes "opplysning om en enkeltpersons gjeld eller ubenyttet kredittramme, som ikke er sikret ved registrert panterett i formuesgode som tilhører vedkommende". Departementet kan i forskrift bestemme at gjeldsopplysning også skal omfatte pantesikret gjeld. Plikten til å rapportere omfatter bare finansforetaket som er kreditor for lånet. Dette betyr at det ikke foreligger rapporteringsplikt for lån som overføres til spesialforetak.

Referansegruppen har gitt uttrykk for at det, ut fra hensynet til å sikre at gjeldsinformasjonsregistrene inneholder komplett informasjon, bør vurderes å pålegge en rapporteringsplikt også for verdipapiriserte utlån. Arbeidsgruppen er enig i dette.

Gjeldsinformasjonsloven § 10 andre ledd inneholder en forskriftshjemmel der departementet kan gi nærmere regler om rapportering. Forskriftshjemmelen dekker ikke muligheten for å utvide rapporteringsplikten til et spesialforetak. Spesialforetaket vil, etter dagens praksis, være et "tomt" selskap. Arbeidsgruppen mener at plikten til å rapportere derfor bør ligge hos administrasjonsforetaket. Arbeidsgruppen foreslår en bestemmelse om dette i finansforetaksloven § 11-18.

10.7 Unntak fra taushetsplikt ved syntetisk verdipapirisering

Informasjonen som investorer får om de underliggende aktivaene ved verdipapiriseringer er normalt aggregert informasjon som ikke er taushetsbelagt. Referansegruppen har imidlertid gitt uttrykk for at det i noen tilfeller er behov for et unntak fra reglene om taushetsplikt. Referansegruppens utgangspunkt har vært at det ved syntetisk verdipapirisering av større foretakslån kan være nødvendig å gi ut individualisert informasjon om kundene, som er taushetsbelagt. Slike porteføljer har tradisjonelt bestått av relativt få lån (anslagsvis 40–50 lån), og investorene gjennomfører en due diligence av hvert enkelt lån / hver enkelt låntaker i den underliggende porteføljen.

Referansegruppen har gitt uttrykk for at en plikt til å innhente samtykke fra alle låntakere, der slikt samtykke ikke er hjemlet i avtalen, vil kunne være til hinder for effektiv gjennomføring av syntetisk verdipapirisering. De har derfor foreslått regler om passivt samtykke fra låntaker om å gi ut informasjon som ikke er anonymisert til motparter i en syntetisk verdipapirisering etter samme modell som passivt samtykke til overdragelse til et spesialforetak, jf. punkt 10.3.

Det skal tungtveiende grunner til for å gjøre unntak fra reglene om taushetsplikt. Arbeidsgruppen kan ikke se at forslaget er tilstrekkelig godtgjort og har derfor ikke fulgt opp forslaget fra referansegruppen. Finansforetaksloven § 16-2 åpner for å gi ut informasjon etter samtykke fra den som har krav på taushet. Arbeidsgruppen legger til grunn at det vil være adgang til avtale slikt

samtykke i låneavtalen. Det vises i denne forbindelse til at det er profesjonelle aktører på begge sider, som må antas å være i stand til å ivareta sine interesser.

11. Økonomiske og administrative konsekvenser

11.1 Formålet med utredningen

Bakgrunnen for utredningsarbeidet er at EU har vedtatt et rammeverk om verdipapirisering, som antas å bli en del av EØS-avtalen. Formålet med denne utredningen er å foreslå gjennomføring av EØS-regler som svarer til EUs verdipapiriseringsforordning på en slik måte at Norge får et rammeverk for verdipapirisering samtidig som risikoene ved verdipapirisering håndteres på en tilfredsstillende måte.

Tiltak for å fremme verdipapirisering utgjør et viktig element i EUs kapitalmarkedsunion. EU-kommisjonen har gjort beregninger som viser at dersom omfanget av verdipapiriseringer kom tilbake til nivået før krisen i 2008–2009, kan EUR 100–150 milliarder frigjøres til ny finansiering av økonomien. Det nye felles rammeverket for verdipapiriseringer skal bidra til at man i størst mulig grad unngår feilene som ble begått før krisen i 2008–2009.

EU-kommisjonen skisserte i 2015 fire hovedmålsettinger for innføringen av forordningen:

- gjenopprette verdipapiriseringsmarkedet slik at STS-verdipapirisering kan bli en effektiv finansieringskilde til økonomien
- åpne for effektiv risikooverføring til et vidt spekter av institusjonelle investorer
- åpne for at verdipapirisering skal fungere som en finansieringskilde for banker og noen ikke-banker
- beskytte investorer og håndtere systemrisiko

11.2 Relevante tiltak

Verdipapiriseringsforordningen er ment å omfatte alle verdipapiriseringer i EU og inneholder klare kriterier for å identifisere STS-verdipapiriseringer. Forordningen har en rekke krav til hvordan risikooverføringen av låneporteføljer skal skje, og det er forbud mot reverdipapiriseringer. I tillegg er det foretatt endringer i hvordan verdipapirisering behandles i kapitalkravene for banker og forsikringsforetak. Kapitalkravene er blitt mer risikosensitive for blant annet å reflektere de spesielle egenskapene ved STS-verdipapiriseringer.

For en nærmere beskrivelse og vurdering av de ulike tiltakene vises til rapportens kapittel 5–10.

11.3 Prinsipielle spørsmål

Det er i liten grad gitt mulighet for særskilte nasjonale regler. Manglende eller avvikende gjennomføring vil utgjøre et brudd på Norges EØS-forpliktelser. Det nye regelverket reiser i selv ingen prinsipielle spørsmål som må avklares utover spørsmålet om myndighetsoverføring i tilknytning til verdipapiriseringsregistre. Arbeidsgruppen legger til grunn at spørsmålet må løses på tilsvarende måte som for myndighetsoverføringen ved inkorporeringen av EMIR, jf. Prop. 100 S (2015-2016). Arbeidsgruppen vurderer det som lite sannsynlig at det vil bli en reell problemstilling i praksis ettersom vi trolig ikke vil få slike registre i Norge. Det vises til omtale av temaet i kapittel 7.

Arbeidsgruppen har for øvrig vurdert om tilstøtende regelverk bør endres for å ivareta allmenne interesser til låntakere eller andre, jf. omtalen i kapittel 10.

11.4 Konsekvenser av å åpne for verdipapirisering i Norge

Tilrettelegging for mer verdipapirisering i EØS vil ha betydning for norske banker, låntakere og investorer, og for økonomien som helhet. Innføringen av det nye regelverket åpner nye muligheter for banker og investorer, men innebærer også risikoer. Et viktig mål med forordningen er å øke utlån til privat sektor i EU. I mange av EU-landene har banksystemene vært svekket etter finanskrisen i 2008–2009 og den senere eurokrisen. Bankene har slitt med høye tap og liten utlånskapasitet. I Norge har utfordringen snarere vært det motsatte, med vedvarende relativt høy gjeldsvekst både hos husholdninger og foretak. Dersom adgang til verdipapirisering skulle føre til økt gjeldsvekst i Norge, kan det bli behov for å tilpasse regulering og andre tiltak for å sikre en bærekraftig utvikling i kredittmarkedene.

Det vises for øvrig til EU-kommisjonens konsekvensanalyse fra 2015⁷².

11.4.1 Konsekvenser for økonomien som helhet

Tilrettelegging for verdipapirisering kan bidra til strukturelle endringer i finansieringen av husholdninger og foretak i Norge og i det norske obligasjonsmarkedet. Et utgangspunkt for å vurdere konsekvensene av dette kan være en sammenligning av det norske obligasjonsmarkedet med obligasjonsmarkedene i andre europeiske land.

Tabell 11.1 viser de viktigste utviklingstrekkene i det norske obligasjonsmarkedet siden 2008.

Hovedpunktene er:

- Staten har fortsatt å utstede statsobligasjoner for å sikre et marked for norske risikofrie plasseringer. Utestående statsobligasjoner utgjør om lag (10 prosent) av BNP. Andelen har økt noe siden 2008.
- Den viktigste endringen er at omfanget av OMF er mangedoblet. Bankenes boliglån er i stor grad overført til boligkredittforetak og finansiert med OMF. OMF utgjør nå halvparten av det norske obligasjonsmarkedet (norske utstedere i Norge). Utestående senior bankobligasjoner har endret seg lite.
- Ikke-finansielle foretak har mer enn doblet sine utestående obligasjonslån. Denne veksten har vært sterkere enn veksten i high yield-obligasjoner utstedt av norske utstedere, som i seg selv har vært sterk.

Tabell 11.1 Obligasjoner utstedt i Norge av norske utstedere, beholdninger i NOK mrd.

	Stat	OMF	Senior bank	Ikke-finansielle foretak	Herav high yield	Sum
2008	124.2	195.0	268.3	131.5	77.2	719.0
2013	288.9	795.2	310.8	228.4	93.5	1623.3
2018	400.1	1041.4	341.9	315.2	106.3	2098.6

Kilder: Statistisk sentralbyrå, ORBOF

⁷² EU-kommisjonen (2015). Impact Assessment Accompanying, SWD (2015) 185

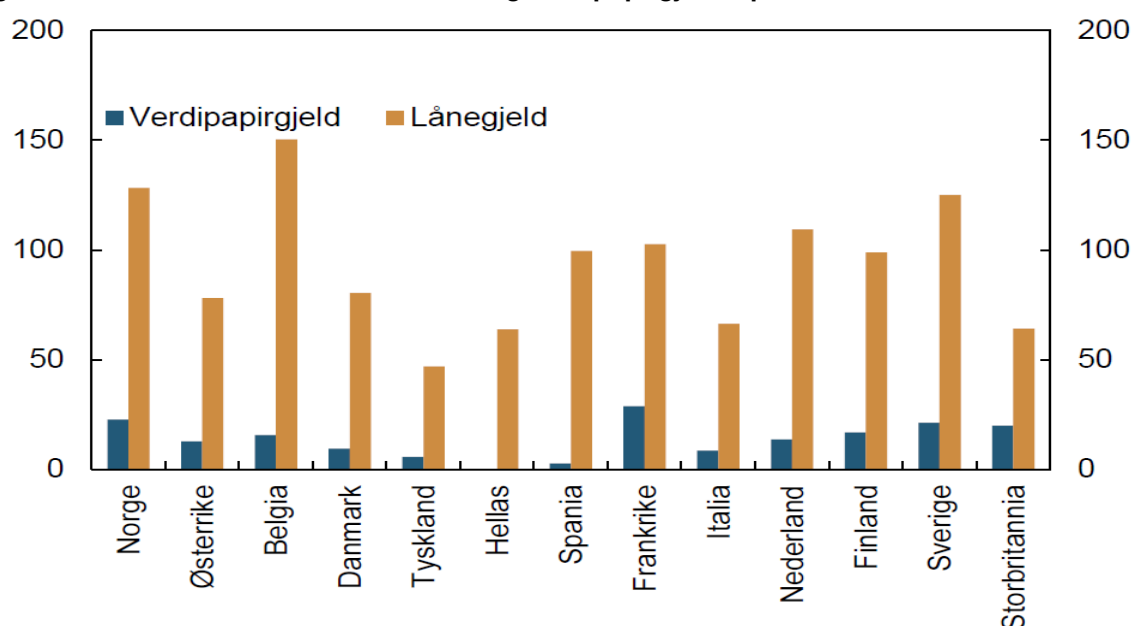
I europeiske land hvor det har vært adgang til verdipapirisering lenge, er omfanget av verdipapirisering nokså beskjedent, se tabell 2.2 i kapittel 2. Omfanget er størst i Nederland, der verdipapiriseringer utgjør 22 prosent av BNP. I Tyskland, Finland og Østerrike er omfanget av verdipapiriseringer svært lavt. Boliglån utgjør det klart meste av verdipapiriseringene. I enkelte land med relativt høye andeler verdipapirisering (12-14 prosent av BNP) slik som i Portugal og Storbritannia, er OMF som andel av BNP, lave. Verdipapiriseringer synes likevel ikke systematisk å ha svekket markedet for OMF. Land som Italia, Nederland og Spania har stort omfang av både OMF og verdipapiriseringer.

Et forhold som kan påvirke omfanget av verdipapirisering i Norge, er at norske banker har høyere kapitalkrav enn banker i mange andre europeiske land. Selv om den tidligere adgangen til å verdipapirisere ikke ble benyttet av norske banker i særlig grad, vil gjennomføringen nå kunne legge bedre til rette ved at kravene nå blir fullharmonisert.

11.4.2 Konsekvenser for ikke-finansielle foretak

Selv om ikke-finansielle foretak har økt sin obligasjonsgjeld kraftig siden 2008, er den likevel fortsatt bare en liten del av foretakenes samlede finansiering. Som vist i figur 11.1, er situasjonen lik situasjonen i mange andre land i Europa. I forhold til BNP ser det ut som norske ikke-finansielle foretak både har noe mer lånegjeld og noe mer verdipapirgjeld enn ikke-finansielle foretak i andre europeiske land.

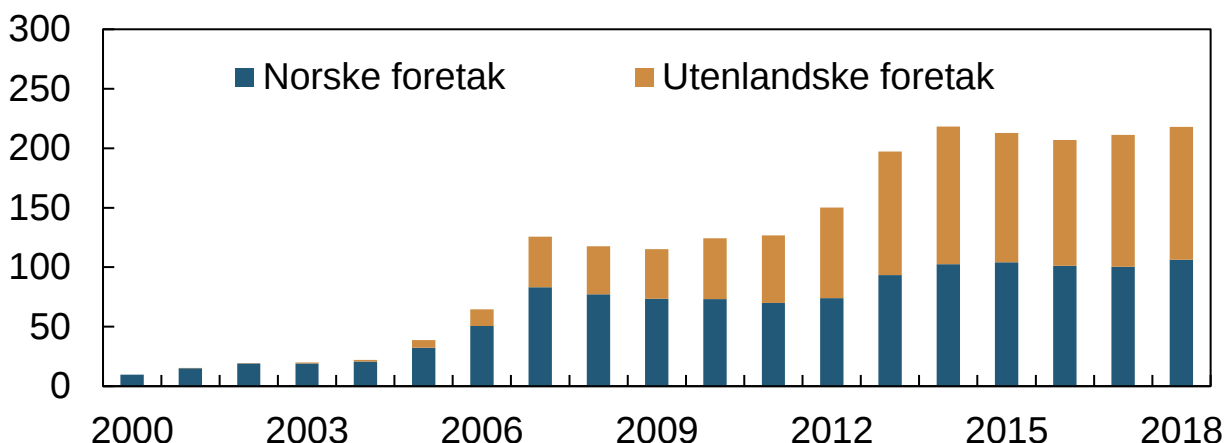
Figur 11.1. Ikke-finansielle foretaks låne- og verdipapirgjeld. I prosent av BNP 2016.



Kilde: Eurostat

Norske ikke-finansielle foretaks samlede verdipapirgjeld har økt langt mer enn sektorens verdipapirgjeld i form av high yield-obligasjoner, jf. figur 11.2. Når det norske high yield-markedet har økt mye i den aktuelle perioden, skyldes det utenlandske foretaks bruk av dette markedet. En stor del av dette er utstedelser i utenlandsk valuta rettet mot utenlandske investorer.

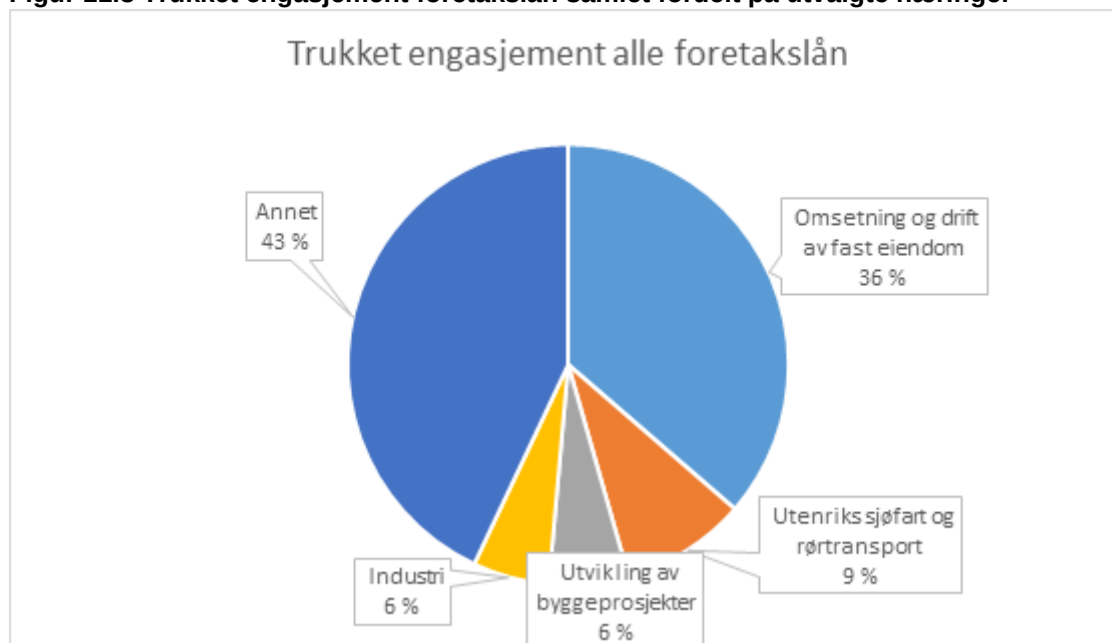
Figur 11.2 Verdi utestående high yield-obligasjoner i Norge (norsk ISIN). NOK mrd.



Kilde: Stamdata

Bankene har også rundt NOK 1 800 milliarder i næringslån. Den største andelen av utlånene er til næringseiendom, se figur 11.3. Bankene har hatt mulighet til utstede OMF med sikkerhet i næringseiendom, men dette har i begrenset grad blitt gjort. Det er flere utlånssegmenter som kan tenkes å egne seg for verdipapirisering, og på grunn av de høyere kapitalkravene på slike lån sammenlignet med boliglån, kan interessen for å verdipapirisere være større.

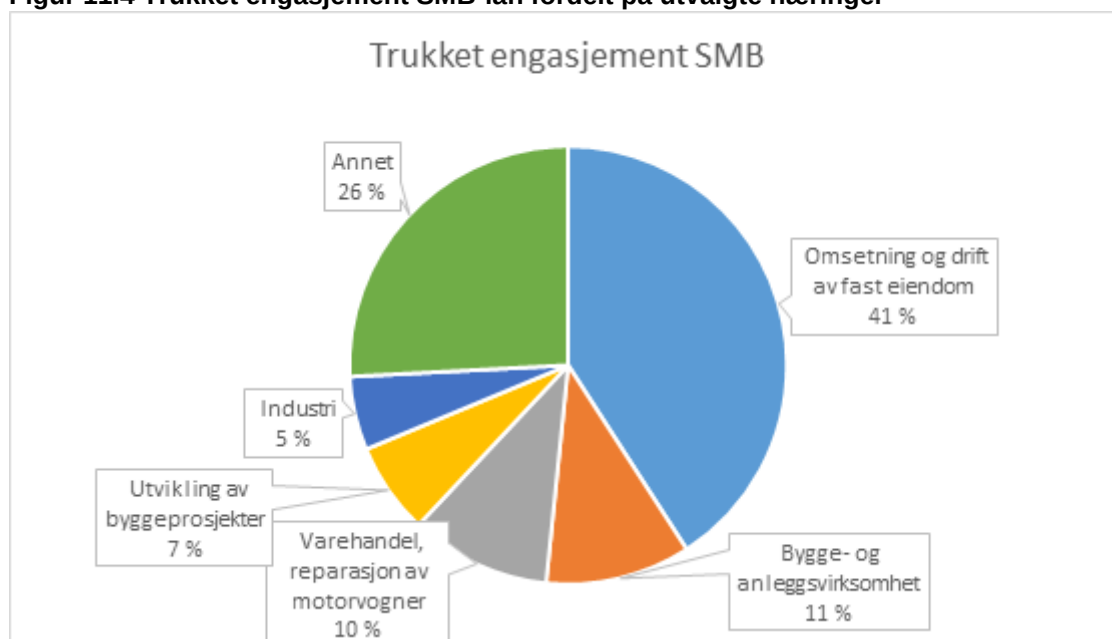
Figur 11.3 Trukket engasjement foretakslån samlet fordelt på utvalgte næringer



Kilde: ORBOF, Finanstilsynet

EU-kommisjonen antar at det vil være særlig interesse for å verdipapirisere SMB-lån (definert som bedrifter med omsetning under EUR 5 mill., og lån under EUR 1,5 mill.). Ved utgangen av 2017 hadde bankene i Norge utlån på NOK 200 milliarder som tilfredsstilte kravene til SMB-lån. Også denne typen utlån er dominert av næringseiendom, se figur 11.4.

Figur 11.4 Trukket engasjement SMB-lån fordelt på utvalgte næringer



Kilde: ORBOF, Finanstilsynet

11.4.3 Konsekvenser for investorer

Verdipapirisering gir investorer muligheten til å investere i aktiva de ellers ikke hadde kunnet investere i. Isolert sett vil en økning i antall aktivaklasser være positivt for investorer. Det kan spesielt være fordelaktig for pensjonskasser og forsikringsforetak som har langsiktige gjeldsforpliktelser på balansen, og dermed er naturlige kjøpere av aktiva med lang løpetid.

Bank of England og ECB har tidligere uttrykt at mangelen på standardisering og tilgjengelig informasjon om de underliggende eksponeringer i verdipapiriseringer har gjort investorenes due diligence- og kredittanalysekostnader høye, slik at denne typen investeringer ikke har vært like attraktive. Med forordningen kan disse kostnadene bli lavere, og verdipapiriseringer kan bli mer aktuelle å investere i. Det gjelder også for verdipapiriseringer av SMB-lån, som tidligere har vært ansett som problematisk bl.a. på grunn av lite tilgjengelig informasjon og selskapshistorikk.

Norske investorer har hatt tilgang til å investere i utenlandske verdipapiriseringer over lengre tid.

Det er vanskelig å angi hvordan investorene vil velge å tilpasse seg når de også får mulighet til å investere i norske verdipapiriseringer.

11.4.4 Konsekvenser for husholdningene

Banker og kredittforetak, inkludert filialer av utenlandske banker, har rundt NOK 2 850 milliarder i lån til norske husholdninger. Hoveddelen av husholdningenes gjeld, rundt NOK 2 400 milliarder, er boliglån. Store deler av disse lånene har allerede blitt brukt som sikkerhet for OMF, og vil ikke være tilgjengelig for verdipapirisering på kort eller mellomlang sikt. Det er utstedt OMF-er for NOK 1 041 milliarder, omlag 43 prosent av samlede boliglån, men på grunn av krav om overpantsettelse er en større andel av lånene bundet opp i kredittforetakene som har utstedt OMF-er. Det er vanskelig å si noe om bankenes interesse for å verdipapirisere boliglån utover bruk av OMF. På den ene side utgjør boliglån en svært stor andel av bankenes utlån. Samtidig har boliglån en

relativt lav risikovekt, som vil gi mindre effekt på kapitaldekningen enn verdipapirisering av lån med høyere risikovekter. For kravet til uvektet kjernekapitalandel, som er satt høyt i Norge, vil likevel boliglån gi like store lettelsener som verdipapirisering av andre lån siden utlånene her inngår med balanseverdier.

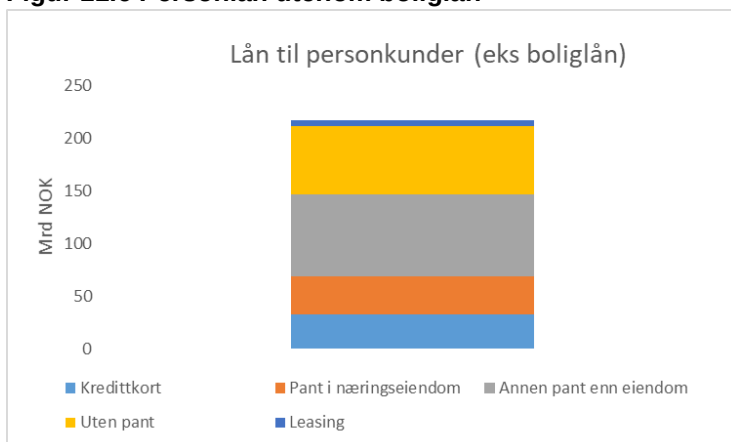
Figur 11.5 Lån til personkunder fra banker og kredittforetak



Kilde: ORBOF, Finanstilsynet

Lån til husholdningene utenom boliglån utgjør vel NOK 200 milliarder. Over halvparten av dette er pantesikret, mens noe over 32 milliarder er kredittkortgjeld, og mellom 60 og 70 milliarder er usikret forbruksgjeld, se figur 11.5 og 11.6. Dette er lån som har høy risikovekt, og som i utgangspunktet kan egne seg for verdipapirisering. Mye av den sterke veksten i forbrukslån er kommet i nyopprettede banker som retter seg spesielt mot denne type lån. Forretningsmodellen deres er basert på finansiering med sikrede innskudd slik at finansieringskostnadene er uavhengige av risikoen på utlånene, se også Finansmarkedsmeldingen 2019 pkt. 4.5.1.⁷³ Så lenge grunnlaget for denne forretningsmodellen består, mener arbeidsgruppen det er begrenset sannsynlighet for omfattende verdipapirisering av forbrukslån og kredittkortgjeld. Fullskala-banker som får ledig kapital gjennom annen verdipapirisering, kan likevel ønske å satse sterkere på forbrukslån med høye utlånsrenter, og derved øke presset innenfor denne sektoren ytterligere.

Figur 11.6 Personlån utenom boliglån



Kilde: ORBOF, Finanstilsynet

⁷³ <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/meld.-st.-24-20182019/id2642702/sec4>

Som nevnt i kapittel 2, gir tilgang til verdipapirisering banker muligheten til å øke lånetilbudet, og det kan ikke utelukkes at det generelle gjeldsnivået i økonomien kan øke som følge av verdipapirisering. Dersom innføringen av regelverket fører til en betydelig økning i gjeldsnivået, vil det kunne øke sårbarheten for husholdningene som allerede har en høy gjeldsbelastning.

11.4.5 Konsekvenser for finansforetak

Adgang til å benytte verdipapirisering er en mulighet for bedre risikostyring eller alternativ funding for norske kredittinstitusjoner. Forsikrings- og pensjonsforetak, investeringsfond og andre store investorer vil som kjøpere av verdipapiriseringer få tilgang til en ny aktivaklasse.

Verdipapiriseringsforordningen stiller flere krav til blant annet verdipapiriseringer og institusjonelle investorer i verdipapiriseringer. I praksis følger en rekke av disse kravene allerede av dagens markedspraksis i Europa. Kravene vil medføre kostnader knyttet til blant annet spesialforetaket, administrasjonsforetaket og tredjemannskontroll for verdipapiriseringer og til due diligence for institusjonelle investorer, men det er vanskelig å anslå omfanget av eventuelle økte kostnader.

Økt informasjon og transparenskrav for verdipapiriseringer vil kunne redusere omdømmerisikoen knyttet til instrumentet både for verdipapiriseringer og investorer. På den annen side er det også en mulighet for at bankenes omdømme kan svekkes dersom de ikke påser at avtalene om verdipapirisering sikrer at opplysningskravene overholdes.

Hvis verdipapirisering av boliglån etter hvert erstatter OMF-utstedelser i en del tilfeller, kan det medføre at bankene må omstille seg for å oppfylle LCR-kravet⁷⁴ med en diversifisert portefølje av nivå 1-eiendeler i NOK. EBA har identifisert Norge som et land med utfordringer knyttet til diversifisering av likviditetsbufferen på grunn av et lite marked i egne statsobligasjoner. Det er imidlertid vanskelig å si hvordan bankene vil tilpasse seg. Dersom etterspørselen etter OMF er tilnærmet stabil, f.eks. på grunn av LCR-kravene, vil redusert tilbud av OMF kunne senke kjøpernes krav til forrentning. Dette vil igjen kunne gjøre utstedelse av OMF mer attraktivt som en gunstig finansieringskilde for utstederbankene og bidra til at tilbudet tar seg opp etter noe tid. Ettersom kravet til differensiering av likviditetsporteføljen ikke er nærmere spesifisert, kan bankene likevel velge å tilpasse seg likviditetskravene med OMF fra færre utstedere. Dette kan medføre at bankenes portefølje av særlig likvide eiendeler (nivå 1-eiendeler) i NOK er mindre diversifisert.

11.4.6 Konsekvenser for myndigheter

De største aktørene i verdipapiriseringsmarkedet vil være foretak under tilsyn av Finanstilsynet. Verdipapiriseringer vil overføre risiko fra kredittinstitusjoner til investorer i kapitalmarkedet, deriblant forsikringsforetak, pensjonskasser og verdipapirfond. Følgelig vil verdipapirisering gi behov for oppfølging av informasjonskrav og andre elementer av investorbeskyttelse på lik linje med andre verdipapirer. Det vil også være en ny og krevende oppgave å vurdere om det har funnet sted en vesentlig risikooverføring ved en verdipapirisering og ved beregning og godkjenning av den

⁷⁴ OMF inngår som nivå 1-eiendeler dersom utstedelsesvolumet er minst NOK 4 milliarder og som nivå 2A-eiendeler dersom utstedelsesvolumet er minst NOK 2 milliarder. Verdipapiriseringssposisjoner inngår bare som nivå 2B-eiendeler som kan dekke inntil 15 prosent av de likvide eiendelene.

lettelse i kapitalkrav som opprinnelig verdipapiriserer vil oppnå ved en verdipapirisering. Andre nye oppgaver for tilsynsmyndigheten vil blant annet være:

- forordningens artikkel 28 om godkjenning tredjemenn som skal vurdere om verdipapiriseringer overholder kravene i forordningen, se avsnitt 7.6
- enkelte nye oppgaver knyttet til oppretting av verdipapiriseringsregistre, se kapittel 7

En effekt av verdipapirisering vil være at regelverket for bankene blir mer komplisert, samtidig som det blir vanskeligere for myndighetene å få oversikt over bankenes risiko. Hvor omfattende ressursbruken knyttet til disse nye oppgavene vil bli, avhenger av omfanget av norske bankers verdipapiriseringer, og er vanskelig å forutse. Det kan være betenkelig hvis kredittmengden i samfunnet via banksektoren øker uten en tilsvarende relativ økning av ansvarlig kapital, jf. kapittel 2.5. Dette vil imidlertid være avhengig av om det skjer en vesentlig risikooverføring i samsvar med forordningens intensjon.

11.5 Tiltak som må gjennomføres

Arbeidsgruppen har foreslått å gjennomføre forordningen og å gjøre nødvendige tilpasninger i øvrig regelverk, slik at formålet med regelverksendringene oppnås samtidig som forbrukerhensyn ivaretas. Alternative tiltak som har vært vurdert er for eksempel andre løsninger for å ivareta hensynet til forbruker, og om det skulle ha vært innført nærmere regler for å lette bruken av norsk spesialforetak. Det vises for øvrig til rapportens kapittel 4 til 10.

11.6 Forutsetningene for en vellykket gjennomføring

Formålet med arbeidsgruppens rapport er å legge til rette for å inkorporere verdipapiriseringsforordningen i norsk rett. En forutsetning for gjennomføring av intensjonene bak forordningen, er at norske bestemmelser ikke er til hinder for verdipapirisering i større grad enn det EØS-retten gir grunnlag for. Det vises til nærmere omtale i kapittel 10. Arbeidsgruppen har ikke forutsetninger for å foreta en nærmere vurdering av forutsetningene for en vellykket gjennomføring av fullharmoniserte EØS-regler om verdipapirisering.

Verdipapirisering – lovforslag

I lov 10. april 2015 om finansforetak og finanskonsern (finansforetaksloven) gjøres følgende endringer:

Kapittel 11 nytt del III skal lyde:

III. Verdipapirisering

§ 11-16 Verdipapiriseringsforordningen

EØS-avtalen vedlegg IX forordning (EU) 2017/2402 om en generell ramme for verdipapirisering og om opprettelse av en spesifikk ramme for enkel, transparent og standardisert verdipapirisering gjelder som norsk lov med de tilpasninger som følger av vedlegg IX til avtalen, protokoll 1 til avtalen og avtalen for øvrig.

Departementet kan i forskrift fastsette utfyllende regler om:

1. risikotilbakeholdelse,
2. transparenskrav,
3. adgang til at verdipapiriseringer omfatter reverdipapiriseringer [til lovlige formål],
4. søknad om registrering som verdipapiriseringsregister,
5. krav til enkelthet, standardisering og transparens i STS-verdipapiriseringer,
6. utforming av melding til tilsynsmyndigheter om STS-verdipapiriseringer, og
7. opplysninger som må framlegges for tilsynsmyndigheten for å få tillatelse til å utføre tredjemannskontroll av STS-verdipapiriseringer.
8. krav til adskillelse av spesialforetakets forpliktelser fra verdipapiriserer og opprinnelig långiver og krav til vesentlig risikooverføring

§ 11-17 Spesialforetak for verdipapirisering

Spesialforetak for verdipapirisering, som definert i verdipapiriseringsforordningen, er unntatt fra krav til konsesjon som kredittforetak eller finansieringsforetak.

Spesialforetaket kan ikke utstede obligasjoner eller sertifikater løpende.

§ 11-18 Administrasjonsforetak

Når foretak om verdipapiriserer (verdipapiriserer) er finansforetak, skal administrasjonsforetaket være bank, kredittforetak eller finansieringsforetak.

Administrasjonsforetaket skal rapportere de verdipapiriserte lånene til gjeldsinformasjonsforetak, jf. gjeldsinformasjonsloven.

Administrasjonsforetaket skal representere spesialforetaket i saker som behandles av utenrettslig tvisteløsningsordning godkjent i medhold av lov.

§ 11-19 Låntakers rettigheter

Før en overdragelse av lån til spesialforetak skal verdipapiriserer informere låntakerne om hvilket foretak som skal erverve lånene, hvilket foretak som skal være administrasjonsforetak og hvilke plikter og rettigheter spesialforetaket og administrasjonsforetaket vil ha overfor låntaker.

Låntaker kan, innen en frist på minst tre uker, nekte overdragelsen. Hvis ikke låntaker benytter sin rett til å nekte overdragelsen, anses låntaker å ha gitt samtykke til overdragelsen etter finansavtaleloven § 45.

Når låntaker ikke er en forbruker, kan låntaker på forhånd frafalle retten til å nekte samtykke.

§ 11-20 Tilsyn

Finanstilsynet er tilsynsmyndighet som nevnt i verdipapiriseringsforordningen artikkel 29.

Finanstilsynet kan kreve gebyrer til dekning av sine kostnader ved tilsyn med foretak som ikke inngår i utlikningen etter finanstilsynsloven § 9.