



Förordning om värdepapper med statsobligationer som underliggande tillgångar

Finansdepartementet

2018-06-14

Dokumentbeteckning

COM (2018) 339

Förslag till Europaparlamentets och rådets förordning om värdepapper med statsobligationer som underliggande tillgångar

Sammanfattning

Kommissionen föreslår en förordning för att möjliggöra en marknadsstyrd utveckling av värdepapper med euroländernas statsobligationer som underliggande tillgångar, s.k. sovereign bond-backed securities (SBBS). Målen med förslaget är att diversifiera bankernas exponeringar mot statskuld, minska kapitalflykt mellan medlemsstaterna inom euroområdet och öka utbudet av lågriskstillgångar.

Kommissionen föreslår att privata aktörer ska kunna köpa nationella statsobligationer från euroländerna enligt en förutbestämd proportion. En juridiskt separat enhet ska sedan kunna ge ut standardiserade värdepapper med portföljen av obligationer som underliggande tillgångar. Dessa värdepapper ska delas upp i en tranche med högsta prioritet (lägst förlustrisk) och en eller flera trancher med lägre prioritet (högre förlustrisk).

För att åstadkomma förutsättningar för en marknad för SBBS föreslår kommissionen att regleringsmässig neutralitet ska gälla mellan SBBS och dess underliggande tillgångar, dvs. statsobligationerna. I nuläget åläggs banker och andra finansiella institut att hålla extra kapitalbuffertar för värdepapperiserade instrument givet olika risker som är förenade med instrumentet. Motsvarande krav finns inte för statsobligationer, vilka istället betraktas som riskfria tillgångar i regleringshänseende. Kommissionen föreslår att SBBS, på samma sätt som statsobligationer, ska betraktas som riskfria. Ändringar i vissa existerande rättsakter föreslås i detta syfte.

Regeringen instämmer i målen med förslaget, men bedömer att förslaget har vissa oklarheter och risker som bör analyseras noggrant. Det gäller även den regleringsmässiga behandlingen.

2017/18:FPM107

1 Förslaget

1.1 Ärendets bakgrund

I debatten om fullbordandet av den ekonomiska och monetära unionen (EMU) har det under en längre tid förts fram olika idéer om skapandet av en tillgång för euroområdet med hög likviditet och låg risk, en s.k. ”säker tillgång”. Det ska i sin tur främja stabilitet och integration i EMU. Förslagen har t.ex. handlat om att emittera gemensamma obligationer, s.k. eurobonds, eller att emittera värdepapper med statsobligationer som underliggande tillgångar. Det sistnämnda skulle, till skillnad mot gemensamt emitterade obligationer, innebära ett fortsatt nationellt ansvar för skuldförvaltningen.

I mitten av 2016 etablerades en särskild högnivågrupp under överinseende av den europeiska systemrisknämnden (ESRB) med den irländske centralbankschefen Philip Lane som ordförande. Uppdraget var att bedöma förutsättningar, fördelar och risker med att utveckla en marknad för värdepapper med euroländernas statsobligationer som underliggande tillgångar, s.k. sovereign bond-backed securities (SBBS). Högnivågruppen presenterade sin rapport i februari 2018.

I kommissionens diskussionsunderlag om en fördjupad ekonomisk och monetär union som presenterades i maj 2017 (2016/17:FPM102) föreslog kommissionen utvecklandet av ett värdepapper som baseras på euroländernas statsobligationer som en möjlig kortsiktig åtgärd för att främja diversifiering av bankernas portföljer och minska den skadliga kopplingen mellan banker och nationella offentliga finanser.

I kommissionens meddelande om fullbordandet av bankunionen den 11 oktober 2017 (2017/18:FPM19) lyfte kommissionen fram behovet av att inrätta ett finansiellt instrument baserat på euroländernas statsobligationer, vilket kommissionen benämnde SBBS. Som ett första steg avsåg kommissionen att under 2018 lägga fram ett lagförslag om ett ramverk för att möjliggöra SBBS. I kommissionens paket med förslag om fullbordande av EMU den 6 december 2017 (2017/18:FPM38) upprepade kommissionen sin avsikt att presentera ett lagförslag om SBBS under våren 2018. Det aktuella förslaget presenterades den 24 maj 2018.

1.2 Förslagets innehåll

Kommissionen motiverar förslaget utifrån flera olika utgångspunkter. Kommissionen framhåller behovet av att bryta den skadliga kopplingen mellan bankernas finansiella situation och medlemsstaternas offentliga finanser. Denna beror delvis på att bankerna tenderar att hålla statsobligationer från den egna medlemsstaten på sin balansräkning (s.k. home bias), vilket gör dem sårbara för förändringar i medlemsstatens kreditvärdighet. Denna koppling kan också bidra till destabiliserande kapitalflöden från ett medlemsland till ett annat i händelse av kris. Kommissionen anser vidare att det, pga. nedgraderingar i kreditbetygen för vissa medlemsstater efter den ekonomiska och finansiella krisen, uppstått en brist på lågrisktillgångar som bankerna kan använda bl.a. som säkerheter vid finansiella transaktioner. Samtidigt, menar kommissionen, har behoven av sådana tillgångar ökat i takt med nya regleringskrav som ålägger bankerna att hålla högljuckade tillgångar.

Kommissionen anser att ett nytt standardiserat finansiellt instrument med euroländernas statsobligationer som underliggande tillgångar skulle kunna bidra till att avhjälpa dessa problem. Kommissionen föreslår att privata aktörer ska ges förutsättningar att ge ut värdepapper med euroländernas statsobligationer som underliggande tillgångar och med hjälp av uppdelning i s.k. trancher kunna erbjuda värdepapper med varierande förlustrisk och därmed avkastning. Dessa värdepapper ska delas upp i en säker tranche med högsta prioritet vilket innebär att den stöds eller säkras av en första fordran på portföljen av underliggande exponeringar (och därmed ger låg avkastning) och en eller flera mer riskfyllda trancher med lägre prioritet (och därmed högre avkastning), vilka ska säljas separat till investerare. Värdepapperna får därigenom en annan riskprofil än statsobligationerna. Tranchningen föreslås vara sådan att tranchen med högsta prioritet är att betrakta som i princip riskfri. Förluster till följd av en betalningsinställelse i någon underliggande statsobligation ska i första hand bäras av innehavare av trancherna med lägre prioritet. För att SBBS-marknaden ska bli likvid anser kommissionen vidare att produkten bör vara så standardiserad som möjligt.

Kommissionen menar att ett skäl till att den privata marknaden inte skapar SBBS i nuläget är den regleringsmässiga behandlingen av värdepapperiserade instrument. Banker och andra finansiella institut behöver hålla extra kapitalbuffertar för värdepapperiserade instrument givet olika risker som normalt är förenade med instrumentet, t.ex. asymmetrisk information. I detta fall är dock de underliggande tillgångarna statsobligationer. Som fristående tillgångsslag betraktas statsobligationer som riskfria i regleringshänseende. Kommissionen ser därför behov av att skapa regleringsmässig neutralitet mellan SBBS och statsobligationer. Genom SBBS-regleringen föreslår kommissionen därför förändringar i relevant lagstiftning i detta avseende.

Kommissionen sätter inget mål för SBBS-marknadens storlek, utan menar att det beror på marknadsaktörernas intresse. Marknadens utveckling bedöms bl.a. bero på legala kostnader, möjligheterna att anskaffa nationella

statsobligationer, det allmänna ränteläget och riskaptiten bland investerare. Kommissionen bedömer att utvecklingen kan bli icke-linjär, eftersom produkten bedöms ha skalfördelar.

Sammantaget består kommissionens förslag av regler gällande i) behörighet och sammansättning av underliggande tillgångar ii) notifiering och transparens iii) tillsyn och sanktioner vid överträdelse, samt iv) ändringar i existerande rättsakter.

Behörighet och sammansättning av underliggande tillgångar

Kommissionen föreslår att den underliggande portföljen ska bestå av statsobligationer från alla medlemsstater som har euron som valuta, i syfte att undvika valutarisk. Sammansättningen föreslås ligga i linje med medlemsstaternas relativa vikt i ECB:s kapitalnyckel. Det motiveras dels av att alla medlemsstater i euroområdet ska kunna dra proportionella fördelar av SBBS-marknaden, dels av att kapitalnyckeln är en typ av riktmärke för respektive medlemsstats betydelse för finansiell stabilitet. Löptiderna för de underliggande statsobligationerna ska ligga i linje med löptiden för SBBS med viss tillåten avvikelser.

SBBS föreslås bestå av en tranche med högsta prioritet som bör utgöra 70 procent av det nominella värdet av SBBS-emissionen, samt en eller flera trancher med lägre prioritet. Trancherna med lägre prioritet syftar till att skapa säkerhet för tranchen med högsta prioritet så att risken i denna blir låg. Den exakta fördelningen mellan trancherna med lägre prioritet kan fastställas av aktörerna som utfärdar SBBS.

I förslaget fastställs att strukturen på SBBS kan förändras under särskilda omständigheter, t.ex. kan en medlemsstats statsobligationer utelämnas ur SBBS underliggande portfölj om medlemsstatens utfärdande av skuld minskar väsentligt. Även sammansättningen av trancher kan justeras i exceptionella fall när marknadsförhållandena är besvärliga.

Utfärdande och förvaltning av SBBS

Utfärdandet av SBBS föreslås ske i en juridiskt separat enhet (specialföretag, SPE) som är avskild från aktören som anskaffar de underliggande statsobligationerna. Syftet är att skydda investerare från risken för att aktören som köper statsobligationerna går i konkurs. SPE:s ska uteslutande ägna sig åt utfärdande och förvaltning av SBBS och vara föremål för strikta krav på uppdelning av tillgångar för att säkra integriteten i produkten.

För att hantera skillnader i löptider mellan de underliggande tillgångarna kan SPE:s tillfälligt investera intäkter från den underliggande portföljen till dess att utbetalningar ska göras till SBBS-innehavare. Detta kan dock endast göras i höglivida tillgångar med låg marknads- och kreditrisk.

Notifiering och transparenskrav

Endast produkter som uppfyller kraven gällande sammansättning och löptider på den underliggande portföljen och tranchning föreslås medges samma regleringsmässiga behandling som de underliggande statsobligationerna. Ett system med krav på notifiering till den europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (Esma) föreslås införas i syfte att säkerställa att inga överträdelse sker. SPE:s ska själva ansvara för efterlevnaden av kraven och är ytterst juridiskt ansvariga för eventuella förluster eller skador som kan uppstå till följd av felaktig information.

Transparenskraven, vilka bl.a. innefattar ett standardiserat format för information från Esma, ska möjliggöra för investerare att förstå, bedöma och jämföra transaktioner i SBBS och inte uteslutande förlita sig på tredje parter såsom kreditvärderingsinstitut. SBBS-kontrakten ska också innefatta information om fördelningen av intäkter och proceduren vid eventuell betalningsinställelse i någon av de underliggande tillgångarna.

Tillsyn och samarbete mellan myndigheter

Medlemsstaterna ska enligt förslaget utse en myndighet för tillsyn, i enlighet med annan lagstiftning på finansmarknadsområdet. Med tanke på den gränsöverskridande inriktningen på SBBS-marknaden framhålls vikten av nära samarbete mellan nationella myndigheter och de europeiska tillsynsmyndigheterna (ESAs) gällande informationsutbyte, undersökningar och beslutsfattande. ESA:s ska samordna arbetet i de nationella tillsynsmyndigheterna i syfte att säkerställa en konsekvent tolkning och gemensam förståelse för SBBS-kraven.

Administrativa påföljder föreslås kunna utfärdas om en produkt som anges vara en SBBS inte uppfyller kraven. När straffrättsliga påföljder medges i nationell lag, kan medlemsstaterna besluta att inte utfärda administrativa påföljder.

Eftersom SBBS är en ny produkt, bedömer kommissionen att makrotillsyn bör genomföras för att bedöma risker beträffande finansiell stabilitet. ESRB ska enligt förslaget ges i uppdrag att följa utvecklingen inom ramen för sitt mandat och vid behov lämna rekommendationer till kommissionen, ESA:s och medlemsstaterna om lämpliga åtgärder.

Förändringar i andra rättsakter

Kommissionen föreslår förändringar i ett flertal rättsakter, i syfte att säkerställa att SBBS ges samma regleringsmässiga behandling som de underliggande tillgångarna i alla finansiella sektorer som regleras på europeisk nivå. Det avser direktivet om gränsöverskridande distribution av

kollektiva investeringsfonder (UCITS), förordningen om tillsynskrav för kreditinstitut och värdepappersföretag (CRR), direktivet om försäkrings- och återförsäkringsverksamhet (Solvens II) och direktivet om tjänstepensionsinstitut (IORP II). Kommissionen avser även att genomföra förändringar i därtill kopplade delegerade akter, baserat på SBBS-förordningen, samt överväga behov av justeringar i genomförandeakter, t.ex. sådana som refererar till statsexponeringar.

1.3 Gällande svenska regler och förslagets effekt på dessa

Förslaget är en förordning som är direkt tillämplig i medlemsstaterna. Förordningen ska medföra en ny möjlighet för privata aktörer att utfärda standardiserade SBBS och investera i SBBS. SBBS ska medges samma regleringsmässiga behandling som statsobligationer. Berörda myndigheter ska utöva tillsyn av SBBS.

1.4 Budgetära konsekvenser / Konsekvensanalys

Kommissionen bedömer att de budgetära konsekvenserna av förslaget blir begränsade. Förslaget skapar förutsättningar för den privata marknaden att utfärda och investera i SBBS. Vissa kostnader uppstår för utfärdare av SBBS. Systemet för efterlevnad av SBBS-kraven baseras på egenkontroll av privata aktörer. Tillsynsmyndigheterna förutses kontrollera efterlevnaden som en del av den reguljära tillsynen. Kommissionen förutser vissa begränsade kostnadseffekter för Esmå. Regeringen anser att eventuella kostnader för berörda myndigheter eller EU-budgeten bör hanteras inom beslutade ekonomiska ramar. Enligt kommissionens analys förutses inga direkta kostnader vad gäller miljö, sociala faktorer eller små- och medelstora företag.

Skuldförvaltningsmyndigheterna i EU har uttryckt oro för att införandet av SBBS kan påverka finansieringskostnader för medlemsstaterna till följd av sämre likviditet på nationella obligationsmarknader. Kommissionen menar dock, bl.a. i ljuset av erfarenheterna av ECB:s program för tillgångsköp, att dessa effekter torde bli högst begränsade. Eftersom förslaget avser värdepapper med euroländernas statsobligationer som underliggande tillgångar bedöms det preliminärt inte påverka marknaden för svenska statsobligationer i någon större utsträckning.

Kommissionens har presenterat en konsekvensanalys av SBBS (SWD(2018) 252 final). I denna framhålls förväntade fördelar av SBBS i form av ökad geografisk spridning i bankernas statsexponeringar, vilket bidrar till att försvaga länken mellan banker och nationella offentliga finanser, samt ökad gränsöverskridande riskdelning mellan privata aktörer. Därtill bedömer kommissionen att förslaget kan leda till ett ökat utbud av lågriskstillgångar i

euro. En kvantifiering av dessa fördelar har gjorts utifrån två olika scenarier på marknads storlek (100 miljarder euro respektive 1500 miljarder euro).

Grunden i förslaget är att undanröja regleringshinder för SBBS genom att skapa neutralitet mellan SBBS och dess underliggande tillgångar. Konsekvensanalysen kompliceras av att instrumentet som utvärderas i nuläget inte finns tillgängligt. Det är därför svårt att bedöma kostnadseffekten av de regleringshinder som kommissionen identifierat. En uppskattning som kommissionen presenterar tyder på att under nu gällande regelverk skulle bankerna som ingick i den europeiska bankmyndighetens (Eba) genomlysningsovning (Transparency Exercise) år 2015 få högre kapitalkrav motsvarande ca 70 miljarder euro om de valde att omfördela sina innehav av statsobligationer till SBBS istället. Med förslaget skulle ingen sådan kostnad uppstå.

Kommissionen redovisar i sin konsekvensanalys olika alternativ som har övervägts gällande t.ex. huruvida alla SBBS-trancher ska behandlas regleringsmässigt lika som statsobligationer eller enbart tranchen med högsta prioritet, samt hur efterlevnaden av SBBS ska säkerställas. Kommissionen har dock inte i detalj redovisat alternativa sätt att uppnå målen om att försvaga länken mellan banker och nationella offentliga finanser och öka utbudet av lågrisk tillgångar.

I externa konsultationer har intressenter rest frågor kring förväntad efterfrågan på SBBS, särskilt tranchererna med lägre prioritet, och likviditet. Det gäller inte minst i tider då marknadsläget är besvärligt. Frågor har också lyfts kring SBBS företagsekonomiska bärkraft. Kommissionen noterar att förslaget i sig inte garanterar att det skapas en marknad eller en viss marknadsstorlek. Istället skapas förutsättningar för framväxten av en marknad.

Vissa bedömare har pekat på potentiella risker för snedvridande incitament, t.ex. kopplat till att SBBS-tranchererna ges samma regleringsmässiga behandling trots olika riskprofil, eller till att en förväntan kan uppstå om stödåtgärder till förmån för SBBS i ett krisläge.

2 Ståndpunkter

2.1 Preliminär svensk ståndpunkt

Regeringen instämmer i de övergripande målen med SBBS-förslaget. Det är önskvärt att bankernas statsexponeringar diversifieras och att utbudet av likvida tillgångar med låg risk ökar. Samtidigt kan regeringen konstatera att det finns andra sätt att uppnå delar av målen som också bör analyseras närmare. Det kan t.ex. handla om att ändra den regleringsmässiga hanteringen av statsexponeringar så att risken i dessa exponeringar återspeglas bättre.

Regeringen noterar att det finns vissa oklarheter och risker med SBBS-förslaget. Det rör t.ex. efterfrågan på SBBS bland marknadens aktörer, instrumentets funktionssätt i kristider, incitamentsstruktur och effekter på nationella statsobligationsmarknader. Dessa frågor bör klargöras ytterligare.

Regeringen anser även att den regleringsmässiga behandling av SBBS som kommissionen föreslår bör analyseras nog. Det gäller främst implikationerna av att trancherna med lägre prioritet skulle behandlas på samma sätt som tranchen med högsta prioritet, trots att de skulle vara förknippade med betydligt högre risk.

Med beaktande av att förslaget i första hand är riktat mot euroländerna, kommer regeringen också noggrant att analysera ramverket och tillsynen för SBBS ur perspektivet likvärdig behandling.

2.2 Medlemsstaternas ståndpunkter

Medlemsstaternas ståndpunkter kring det nu aktuella förslaget är ännu inte kända. I tidigare uttalanden om SBBS-konceptet har många medlemsstater uttryckt en skeptisk eller negativ syn på SBBS. Vissa medlemsstater förordar andra metoder för att bryta kopplingen mellan stater och banker. Vissa medlemsstater ser en risk för att SBBS negativt kan påverka nationella obligationsmarknader. Många medlemsstater framhåller risker kring hur SBBS skulle fungera i tider av stress på marknaden.

2.3 Institutionernas ståndpunkter

Kommissionen förordar SBBS. Europaparlamentets ståndpunkt är inte känd.

2.4 Remissinstansernas ståndpunkter

Förslaget har inte remissbehandlats.

3 Förslagets förutsättningar

3.1 Rättslig grund och beslutsförfarande

Kommissionen anger artikel 114 i EUF som rättslig grund. Kommissionen framhåller att förslaget har som syfte att undanröja regulativa hinder för SBBS på den inre marknaden.

Förordningen beslutas enligt ordinarie lagstiftningsförfarande.

3.2 Subsidiaritets- och proportionalitetsprincipen

Förslaget syftar enligt kommissionen till att undanröja regleringshinder för SBBS som återfinns i existerande EU-rättsliga akter. Detta kan endast ändras genom åtgärder på EU-nivå. Enskilda medlemsstater kan således inte på egen hand vidta rättsliga åtgärder för att uppnå förslagets mål.

Åtgärder på EU-nivå kan vidare motiveras av SBBS gränsöverskridande natur. Kommissionen menar att åtgärder på nationell nivå kan föranleda skillnader i strukturen på SBBS, vilka i sin tur kan leda till marknadsfragmentering. Även om sådana skillnader kan undvikas, bedömer kommissionen att det finns en risk för skillnader mellan medlemsstaternas regleringsmässiga behandling av SBBS, vilket kan leda till ökade kostnader.

Regeringen bedömer att den föreslagna tillsynsmodellen motsvarar den normala fördelningen av befogenheter mellan nationella och europeiska tillsynsmyndigheter på finansmarknadsområdet.

Kommissionen anser att åtgärden är proportionell och inte går utöver vad som är nödvändigt.

Regeringen instämmer i kommissionens bedömning att förslaget är förenligt med subsidiaritets- och proportionalitetsprincipen.

4 Övrigt

4.1 Fortsatt behandling av ärendet

Förslaget förutses behandlas i berörd rådsarbetsgrupp med början under det österrikiska ordförandeskapet i EU. Behandlingen i Europaparlamentet är ännu inte känd.

4.2 Fackuttryck/termer

SBBS Finansiellt instrument denominerad i euro vars kreditrisk är förenad med exponeringen från en portfölj av euroländernas statsobligationer.

Tranche

Ett genom avtal fastställt segment av den kreditrisk som är förenad med SBBS underliggande portfölj av statsobligationer och som medför en större eller mindre risk för kreditförlust än en position på samma belopp i ett annat segment.

2017/18:FPM107

Tranche med högsta prioritet Den tranche inom en SBBS-transaktion som bär förluster efter alla trancher med lägre prioritet i samma transaktion och därmed har lägst förlustrisk och avkastning.

Trancher med lägre prioritet En tranch inom en SBBS-transaktion som bär förluster före den prioriterade tranchen och därmed har högre förlustrisk och avkastning än den prioriterade tranchen.

Statsexponeringar eller annan statsskuld. Bankernas innehav av statsobligationer