



EUROPA-KOMMISSIONEN

Bruxelles, den 28.5.2010
KOM(2010)262 endelig

RAPPORT FRA KOMMISSIONEN TIL RÅDET OG EUROPA-PARLAMENTET

FORVENTET VIRKNING AF ARTIKEL 122A I DIREKTIV 2006/48/EF

DA

DA

RAPPORT FRA KOMMISSIONEN TIL RÅDET OG EUROPA-PARLAMENTET

FORVENTET VIRKNING AF ARTIKEL 122A I DIREKTIV 2006/48/EF

1. Securitisation er en forretningsmodel, hvor en udsteder¹ overfører lån og andre aktiver med kreditrisici til investorer i form af trancher. Disse trancher repræsenterer fordringer på securitiserede aktiver i forskellig prioritet, hvor prioriteten afgør, i hvilken rækkefølge tab, som opstår på de securitiserede aktiver, påvirker investorerne i hvilken som helst af trancherne. Siden sommeren 2007 har securitisationsmarkederne været i alvorlige vanskeligheder, efter at der dukkede store uventede tab op på securitisationer af realkreditlån, og markedet er kun langsomt og delvist ved at komme sig. Da disse vanskeligheder har påvirket det finansielle system og den generelle samfundsøkonomi i alvorlig grad, er det af afgørende betydning, at lovgivningen sigter mod de egentlige årsager til de store uventede tab i forbindelse med visse securitisationer. En egentlig årsag kan være mangel på god praksis i forbindelse med udstederens garanti af lån, hvilket har været muligt, da de professionelle investorer² i securitisationstrancherne ikke udviste den rettidige omhu i forbindelse med deres investeringer og derfor ikke pålagde udstederne en effektiv disciplin.
2. I artikel 122a³ pålægges det kreditinstitutterne i Den Europæiske Union at sikre, at de kun investerer i securitisationer, når de har udvist tilstrækkelig rettidig omhu, og hvor de engagementsleverende kreditinstitutter har et incitament til at handle med rettidig omhu ved garanti af lån, der skal securitiseres. Artiklen forpligter også kreditinstitutterne – i de tilfælde, hvor de selv optræder som engagementsleverende kreditinstitutter – til at sørge for de relevante fremlæggelser af de oplysninger, som er nødvendige for, at investorerne kan udvise rettidig omhu. Artiklen blev gennemgribende ændret under lovgivningsprocessen, og der blev ikke udført en konsekvensanalyse af kravene i deres endelige form, især i betragtning af den vanskelige situation, som securitisationsmarkederne befandt sig i. Der blev under lovgivningsprocessen navnlig udtrykt bekymring med hensyn til effektiviteten af et af elementerne, nemlig kravet til udstederne af securitisationer om fortsat at beholde eksponeringen i forbindelse med securitisationen (kravet om tilbageholdelse), således at de har et incitament til at levere lån med omhu. Denne bekymring førte til, at følgende bestemmelse blev medtaget:

"Senest den 31. december 2009 aflægger Kommissionen rapport om den forventede betydning af artikel 122a og fremsender denne rapport til Europa-Parlamentet og Rådet sammen med eventuelle forslag. Kommissionen udarbejder rapporten efter høring af Det Europæiske Banktilsynsudvalg. I rapporten undersøges det navnlig, om

¹ Af nemhedshensyn anvendes udtrykket "udsteder" i denne rapport om banker, som udfører begge aktiviteter, selv om de egentlige værdipapirer strengt taget er udstedt af en securitisationsenhed med særligt formål, og udstederen teknisk set er et organiserende eller et engagementsleverende kreditinstitut i direktivets forstand.

² Detailinvestorerne blev kun indirekte eksponeret for securitisationstrancher og det i et meget begrænset omfang, og i de tilfælde, hvor de købte finansielle produkter, som indeholdt securitisationstrancher, undervurderede de risici både på grund af salgspraksis og utilstrækkelig transparens i forbindelse med produkterne.

³ Bilaget indeholder et uddrag af direktivets tekst.

minimumtilbageholdelseskravet i artikel 122a, stk. 1, opfylder målet om bedre afbalancering af det organiserende eller det engagementsleverende kreditinstituts og investorernes interesser og styrkelse af den finansielle stabilitet, og om en forhøjelse af minimumtilbageholdelsesniveauet vil være hensigtsmæssig under hensyntagen til den internationale udvikling."⁴

3. Følgelig indeholder denne rapport en vurdering på højt plan af den overordnede virkning af artikel 122a (del 1 i rapporten), dernæst behandles spørgsmålene om, hvorvidt kravet om tilbageholdelse er effektivt, og om det er hensigtsmæssigt at hæve minimumsniveauet (del 2). I del 3 findes rapportens konklusioner. I bilaget til denne rapport drøftes de tekniske forslag, som CEBS har udarbejdet med henblik på at forbedre visse aspekter af bestemmelsen om tilbageholdelse. Kommissionen anfører, at den er nødt til at udarbejde denne rapport, inden det relevante krav i direktivet skal indføres i medlemsstaternes lovgivning. Følgelig drøftes den *forventede* virkning af kravet i rapporten og de *forventede* fordele ved at hæve minimumtilbageholdelsesniveauet, men der kan ikke trækkes på konkret erfaring med hensyn til anvendelsen af dette krav.

1. FORVENTET GENEREL VIRKNING AF ARTIKEL 122A

4. Den forventede virkning af artikel 122a skal vurderes på baggrund af, hvordan securitisationsmarkederne ser ud i øjeblikket. Inden krisen blev securitisation generelt hyldet som en stabilisator i det finansielle system. Hensigten var, at den skulle være en central del af en mere effektiv kredittildelingsproces og sprede kreditrisici til en bredere og mere forskelligartet investorgruppe frem for at koncentrere risici på bankernes balancer. Således ville banksektoren og det overordnede finansielle system blive mere fleksibelt, man ville undgå massebanklukninger, og kredityklusser ville forløbe lettere. Det viste sig imidlertid, at graden af risikospredning var langt fra ideel. I stedet endte andre banker ofte med at sidde inde med securitisationsprodukter enten direkte eller indirekte ofte uden at have ordentligt forstået den risiko, som var genstanden for deres diversificering.
5. Securitisation gav også anledning til alvorlige problemer mellem ordregiver og befuldmægtigede i forbindelse med divergerende incitamenter mellem udstedere og endelige investorer. I takt med at risici blev videregivet, var de bedst placerede med hensyn til at opretholde en forsigtig praksis i forbindelse med garanti af lån og tilsyn med standarder mere fokuseret på en gebyrmaksimering. Endvidere var der mange investorer i den anden ende af forløbet, som ikke udviste den passende rettidige omhu, og som stolede for meget på ratingagenturernes risikoanalyser. En del af den blinde tiltro til ratingagenturernes stammede fra den stigende kompleksitet i forbindelse med produkterne og ønsket om at sikre interne analysekapaciteter. For ratingagenturernes vedkommende blev der ofte anvendt tvivlsomme metoder og data i forbindelse med tildelingen af kreditvurderinger, og de investorer, som stolede på dem, havde ikke altid tilstrækkelige analysekapaciteter og oplysninger til at sætte spørgsmål ved kreditvurderingerne og sætte investorerne i stand til selv at foretage en vurdering af investeringerne.

⁴ Jf. Artikel 156, stk. 9.

6. Den samlede bruttoudstedelse af securitisationer steg markant fra næsten ingenting i begyndelsen af 1990'erne til næsten 5 billioner USD i 2006. Siden da er mængden faldet drastisk. Faktisk er amerikanske securitisationer, der er sikret ved pant i fast ejendom hos private (i modsætning til statsligt sikrede) næsten helt brudt sammen. Dette sammenbrud er til dels blevet opvejet af den kraftige stigning i europæisk udstedelse – som imidlertid er sammensat næsten udelukkende af værdipapirer, der er tilbageholdt af udstedere med henblik på anvendelse som sikkerhed for adgang til likviditetsfaciliteter hos centralbanken. Udstedelsen af securitisationer, som ikke er sikret ved fast ejendom, har været ret stabil, igen støttet af centralbankfaciliteter. På den anden side synes de professionelle investorer stadigvæk at være ret tilfredse med disse værdipapirer, selv om de lån, der ligger til grund for de fleste securitisationer uden sikkerhed i fast ejendom⁵, forventes at klare sig dårligere. Denne grad af tilfredshed kan hovedsageligt skyldes den opfattelse, at strukturer og udviklingen forstås bedre, og den omstændighed, at udstederne anses for selv at have interesser på spil, dvs. at de tilbageholder en del af den eksponeringsrisiko, som de securitiserer.
7. Set i dette lys forventer Kommissionen, at virkningen af artikel 122a på securitisationer vil være positiv. Artiklen vil medvirke til i højere grad at tilpasse udstedernes og investorernes incitament til hinanden og derved gøre securitisationerne sundere og tilføre denne finansieringskilde ny tillid. Konsekvensen i sidste ende kan blive, at securitisationerne vender tilbage i større mængder og som en refinansieringskilde for finanssektorens udlån til samfundsøkonomien, samtidig med at man dog forhindrer de overdrivelser, som kom til syne under krisen⁶. Der er tale om en tilgang med tre aspekter i artikel 122a: For det første er det nødvendigt, at bankinvestorer opfylder krav om en række foranstaltninger, der skal træffes i forbindelse med rettidig omhu (og tilsynsførende skal kontrollere overholdelsen af disse). Disse påkrævede foranstaltninger omfatter, at investoren skal udføre en stresstest med hensyn til de værdipapirer, som den pågældende køber, og undersøge den underliggende låneportefølje. For det andet skal de engagementsleverende banker sikre sig, at den nødvendige information med hensyn til rettidig omhu er tilgængelig for investorerne. For det tredje skal udstedere af securitisationer bevare en økonomisk interesse i "deres" securitisationer på mindst 5 %. Alle tre aspekter af denne tilgang sigter mod en tilpasning af investorernes og de engagementsleverende kreditinstitutters interesser til hinanden, hvilket vil medvirke til
- at investorerne ikke blindt investerer i det, de ikke rigtigt forstår
 - at investorerne er i stand til at udøve disciplin over for udstederne
 - at de engagementsleverende kreditinstitutter også risikerer deres egne midler og ikke har et incitament til at securitisere dårlige lån.
8. Artikel 122a vil også medføre en række yderligere omkostninger i forbindelse med securitisationer, samtidig med at den indebærer fordele i form af tilpassede incitament, og dermed undgår man en overdreven risikovillighed. Disse omkostninger skyldes udstedere, der er nødt til at fremlægge oplysninger, investorer, der skal

⁵ F.eks. kredikorttilgodehavende eller billån.

⁶ Bemærk, at kravene kun gælder de nye udstedelser og efter en vis periode også de gamle securitisationer, som "genopfyldes" med nye lån, der skal securitiseres.

anvende ressourcer på foranstaltninger i forbindelse med rettidig omhu, og endelig udstedere, der er nødt til at finansiere deres egne securitisations. Kommissionen forventer, at disse yderligere omkostninger vil være højst for forretningsmodeller, hvor praksis med hensyn til fremlæggelse af oplysninger, rettidig omhu og risikotilbageholdelse var utilstrækkelig inden krisen. Ingen af disse yderligere omkostninger kan imidlertid anses for at være lig med tabt social velfærd. En del af dem er snarere omkostninger, der er forårsaget af én økonomisk aktør, og som ellers skulle have været betalt af en anden økonomisk aktør. Udstederen pådrager sig navnlig kun, når den pågældende investerer i sine egne securitisations, omkostninger i forbindelse med refinansiering og eventuelt påløbne kredittab, som ellers skulle have været afholdt af investorerne i securitisationserne. Følgelig involverer udstederens tilbageholdelse kun reelle omkostninger, hvis udstederen har haft særligt høje finansieringsomkostninger for selv at beholde risici i forbindelse med securitisationsen, hvilket kan være tilfældet for nogle udstedere af securitisations, som ikke er banker. I disse tilfælde kan der være en begrænset konkurrence blandt udlånere, hvilket eventuelt involverer en reel omkostning i forbindelse med risikotilbageholdelse.

9. Især medfører fremlæggelse af oplysninger og overholdelse af rettidig omhu reelle transaktionsomkostninger for securitisationsmodellen. Inden for normalt bankvæsen evaluerer en bank lån og træffer beslutninger om udlån og beholder lånet i sine bøger, indtil det forfalder, mens securitisationsmodellen som minimum indebærer en investor som en yderligere part, der skal udføre en ekstra kontrol ud fra udsteders oplysninger. Disse omkostninger er uundgåelige, hvis securitisationsmodellen skal gennemføres på et fornuftigt grundlag, og direktivet øger gennem en minimum-standard for fremlæggelse af oplysninger og overholdelse af rettidig omhu kun omkostningerne ved securitisations i tilfælde, hvor aktiviteten ellers ikke ville være blevet gennemført med den fornødne omhyggelighed. Af den grund modsvares de yderligere transaktionsomkostninger, som udstedere og investorer skal betale, sammen med omkostningerne til offentligt tilsyn med overholdelsen af kravene, af den samfundsmæssige fordel ved en mere fleksibel securitisationsmodel.

2. EFFEKTIVITETEN AF MINIMUMTILBAGEHOLDESNIVEAUET

10. Det er Kommissionens opfattelse i overensstemmelse med det råd, som den har fået af CEBS, at der ikke findes et bestemt niveau eller en bestemt form⁷ for tilbageholdelse, som er optimal i alle securitisations. Da formålet med udsteders tilbageholdelse er en tilpasning af den pågældendes interesse i forhold til investors interesse, er den afgørende faktor i det optimale tilbageholdelsesniveau de potentielt divergerende incitament, som findes i en given securitisations. Den potentielle divergens skal betragtes som udsteders muligheder for at udvælge aktiver, kombinere dem i en securitisations og strukturere transaktionen således, at den forbedrer den pågældendes egen fortjeneste for investors regning. Det afgørende spørgsmål handler om, i hvilket omfang investor er i stand til at forstå securitisationsens "risk/reward"-profil. Hvis man tænker sig, at de potentielle investorer overhovedet ikke havde oplysninger om og forståelse for "risk/reward" i forbindelse med securitisations, ville den optimale løsning være, at den potentielle udsteder selv beholder al "risk/reward"

⁷ F.eks. "first loss"-tranchen eller andre trancher i forbindelse med en securitisations.

i forbindelse med aktiverne, dvs. at der slet ikke foretages securitisationer af aktiverne. Ellers kunne udsteder have et stærkt incitament til at snyde de uvidende investorer med hensyn til den reelle risiko.

11. En anden yderlighed ville være, hvis man ikke havde nogen oplysningsmæssig fordel i forhold til investoren om risici i forbindelse med de enkelte grundliggende aktiver, så ville der ikke kunne opstå divergerende interesser, og det ville ikke være nødvendigt at tilbageholde risici. Det giver sig selv, at ingen af de to ekstreme situationer er realistisk i forbindelse med reelle securitisationer. Men det er sikkert, at udsteder næsten altid vil have en forholdsmæssig fordel over for investor, når det handler om adgang til oplysninger og evnen til at evaluere disse oplysninger. Udsteder har ofte selv taget initiativ til lånene og har måske en årelang erfaring inden for det relevante markedssegment, hvorimod en investor måske kun ved en tilfældighed køber en securitisation af de respektive lån med henblik på at lade denne indgå i en diversificeret portefølje.
12. For at kompensere for investors strukturelt betingede ulempe med hensyn til adgang til oplysninger og evnen til at evaluere disse, er tilbageholdelse af stor betydning for at kunne tilpasse interesserne til hinanden. Det rette beløb og den rette form for tilbageholdelse afhænger imidlertid af, hvor stor denne ulempe er. Forskellige securitisationer fremkalder forskellig informationsasymmetri, som afhænger f.eks. af arten af de underliggende aktiver, der på den ene side strækker sig fra lån til erhvervsvirksomheder, som offentliggør omfattende finansielle oplysninger, til detaillån eller komplekse lån til projektfinsiering med kun få offentligt tilgængelige oplysninger på den anden side. Derfor kan forskellige securitisationer kræve forskellige tilbageholdelsesforanstaltninger for at opnå en tilpasning af interesserne, som skal kompensere for informationsasymmetrier. Det optimale beløb og den optimale form for tilbageholdelse i hvert enkelt tilfælde afhænger af en række faktorer, der vanskeligt lader sig måle eller er kvalitative, således at det ikke er muligt at fastsætte én bestemt strategi for fastsættelsen i direktivet af det optimale tilbageholdelsesniveau.
13. Følgelig kræver direktivet kun et moderat minimumtilbageholdelsesniveau og kræver, at investorerne selv evaluerer udsteders tilbageholdelsespolitik. Det betyder til gengæld, at investorerne bør afstå fra at købe securitisationer, hvor tilbageholdelsesniveauet er utilstrækkeligt set i lyset af transparensen i forbindelse med de underliggende risici, selv om det opfylder minimumskravet på 5 %. Følgelig kan de faktiske tilbageholdelsesniveauer være højere end det påkrævede minimum.
14. Betragtningen om, at tilbageholdelsesniveauerne bør variere fra securitisation til securitisation, er i overensstemmelse med de mange forskellige tilbageholdelsesniveauer, som findes i de løbende securitisationer, og som rækker fra næsten ingenting til 100 %, i hvilket tilfælde de underliggende aktiver kan være fuldt sikret af udstederen. Detaljeret dokumentation om tilbageholdelsesniveauer findes i CEBS-rapporten og er opdelt efter transaktionstype og -oprindelse. Med hensyn til virkningen af kravet om tilbageholdelse er det værd at bemærke, at der ikke pålægges securitisationer yderligere krav i de tilfælde, hvor tilbageholdelsesniveauerne allerede er over 5 % uafhængigt af dette krav. Ud fra et politisk perspektiv er det dog vigtigt at erkende, at der er visse tegn på, at tilbageholdelsesniveauerne i den euforiske førkrisetid for visse former for securitisationer faktisk er faldet til niveauer, der forekommer uholdbart lave, på baggrund af investorernes

strukturelt betingede informationsmæssige ulemper⁸. Følgelig synes et lovbestemt minimumtilbageholdelsesniveau meget relevant som en lovbestemt bagstopperordning, der skal gøre markedet mere fleksibelt på tidspunkter, hvor der sker en overophedning. En sådan lovbestemt bagstopperordning bør dog ikke sættes for højt. For relativt transparente securitisationer, hvor investorenes informationsmæssige ulemper er små, kan det moderate minimum på 5 % faktisk være det rigtige niveau. I disse tilfælde kan et højere minimumtilbageholdelseskrav udgøre en unødvendig lovbestemt hindring for markedsdeltagerne. Et unødvendigt højt minimumtilbageholdelseskrav kan være forbundet med betydelige omkostninger, hvis forskellige potentielle udstedere af securitisationer står over for markant forskellige finansieringsomkostninger. I det tilfælde kunne et minimumtilbageholdelseskrav, som er højere end nødvendigt, eventuelt medføre, at visse udstedere, som ikke er banker, ikke længere ville anse securitisationer for at være en attraktiv forretningsform, hvilket betyder, at de ville forlade markedet og dermed indskrænke konkurrencen blandt långiverne.

3. KONKLUSIONER

15. Med hensyn til den overordnede virkning forventer Kommissionen, at artikel 122a vil medvirke til i højere grad at tilpasse udstedernes og investorenes incitament til hinanden. Dermed bliver securitisationer "sundere", og der tilføres ny tillid til denne finansieringskilde. Konsekvensen i sidste ende vil være, at securitisationserne vender tilbage i større mængder som en refinansieringskilde for finanssektorens udlån til samfundsøkonomien, samtidig med at man dog forhindrer de overdrivelser, som var åbenlyse under krisen. Med hensyn til det særlige spørgsmål om effektiviteten af det valgte minimumtilbageholdelsesniveau konkluderer Kommissionen, at det gældende moderate minimumtilbageholdelsesniveau på 5 % bør opretholdes, idet man erkender, at investorerne bør kræve højere minimumtilbageholdelsesniveauer afhængigt af de pågældende securitisationer.
16. Derfor forventes artikel 122a overordnet set at opfylde sit formål. Som konklusion på denne rapport ønsker Kommissionen at pege på en række tekniske punkter, som er fremført af CEBS og kort beskrevet i bilaget til denne rapport. Kommissionen er af den opfattelse, at der ikke er umiddelbart behov for at foreslå lovgivningsmæssige ændringer til artikel 122a i den forbindelse. Kommission vil imidlertid nøje overvåge den internationale udvikling på dette område og erkender, at der også i retssystemer uden for EU er interesse for at indføre krav, der ligner kravene i artikel 122a, herunder kravet om tilbageholdelse. I takt med den yderligere konkretisering af denne udvikling vil Kommissionen sørge for, at artikel 122a også vurderes i lyset af de potentielt forskellige løsninger, som findes i andre retssystemer.

⁸ Jf. f.eks. Franke, G. og Krahen, J.P., (2008) "The Future of Securitization", duplikeret udg., eller IMF-rapporten fra oktober 2009 "Global Financial Stability Report".

Bilag – tekniske punkter udpeget af CEBS (Det Europæiske Banktilsynsudvalg)

A) TILBAGEHOLDELSESMETODER

- (1) CEBS anbefaler en ændring af tilbageholdelsesmetoderne, som vil gøre det muligt at tilbageholde en del af en risiko for de enkelte securitiserede eksponeringer frem for at tilbageholde eksponeringerne i forbindelse med de forskellige securitisationstrancher, der er solgt til investorerne. Det tillades allerede i henhold til artikel 122a, stk. 1, litra b), men kun i det særlige tilfælde med securitisationer i forbindelse med revolverende eksponeringer. I forbindelse med forberedelsen af en fremtidig direktivændring er det værd at overveje en ændring af artiklen for i højere grad at kunne anvende denne tilbageholdelsesmetode.

B) UNDTAGELSER

- (2) I artikel 122a, stk. 3, findes der en række undtagelser til anvendelsen af kravet om tilbageholdelse i samme artikel. En securitisation er navnlig fritaget, når de securitiserede eksponeringer er fordringer eller eventalfordringer på i) centralregeringer eller centralbanker, regionale regeringer, lokale myndigheder og offentlige virksomheder i medlemsstaterne, ii) institutter, der er tillagt en risikovægt på 50 % eller derunder i henhold til artikel 78-83, eller iii) multilaterale banker, hvis kreditrisiko svarer til centralbankernes.
- (3) Samtidig fastslås det i direktivet, at kravet om tilbageholdelse ikke gælder for: i) transaktioner baseret på et klart, gennemsigtigt og tilgængeligt indeks, hvor de underliggende referenceenheder er identiske med dem, der udgør et indeks over enheder, der handles bredt, eller som er andre omsættelige værdipapirer end securitisationspositioner, ii) syndikerede lån, erhvervede fordringer eller "credit default swaps", når disse instrumenter benyttes til at gruppere og/eller afdække en securitisation, der er omfattet af kravet om tilbageholdelse.
- (4) Begrundelserne for disse undtagelser er, at securitisationer med ovenfor anførte underliggende eksponeringer ikke spiller nogen væsentlig rolle med hensyn til divergerende incitament, enten fordi a) de securitiserede aktiver har en særlig lav risiko eller b) udstederen har meget lidt spillerum til at sammensætte securitisationen således, at den er en ulempe for investorerne, da sammensætningen af securitisationen afhænger af sammensætningen af et indeks. Omtalen af syndikerede lån, erhvervede fordringer og "credit default swaps" udgør faktisk ikke en undtagelse, men snarere en præcisering af, at disse instrumenter ikke i sig selv er securitisationer – medmindre de faktisk anvendes til at gruppere en securitisation – og derfor ikke falder ind under kravet om tilbageholdelse.
- (5) CEBS fremfører, at disse undtagelser ikke gør det muligt at omgå kravet om tilbageholdelse i situationer, hvor det bør gælde, men anfører, at undtagelsen med hensyn til institutioner, der er tillagt en risikovægt på 50 % eller derunder kan ses som problematisk. CEBS mener, at i henhold til artikel 78 til 83 i kapitalkravs-direktivet er en risikovægt på 50 % og derunder tillagt kreditrisikoeksponeringer i forbindelse med enheder, som ratingagenturerne har givet en høj kreditvurdering, og bemærker, at en sådan kreditvurdering på ingen måde har været en garanti for

enhedens evne til at tilbagebetale sine kreditforpligtelser, som det fremgår af den aktuelle krise. På samme måde fremfører CEBS, at undtagelserne i forbindelse med regionalregeringer og multilaterale udviklingsbanker bør begrænses til de eksponeringer, som behandles som eksponeringer over for centralregeringer og centralbanker som følge af deres lave risiko for misligholdelse. Kommissionen er enig i, at eksponeringerne anført i undtagelserne ikke har den samme risikoprofil, selv om Kommissionen er af den opfattelse, at alle opførte eksponeringer kan betragtes som havende relativ lav kreditrisiko. Det er et spørgsmål om vurdering af, hvad den acceptable grad af risiko er for denne undtagelse, og CEBS uddybende ikke dette spørgsmål yderligere. Kommissionen mener desuden, at bekymringerne for så vidt angår ratingagenturernes kreditvurderinger som en måleenhed for risiko i princippet er gyldige, men at der ikke findes nogen alternativ risikomåleenhed med undtagelse af kreditinstituttets egen vurdering, som der kan henvises til i en lovgivning. Når alt kommer til alt, er Kommissionen af den opfattelse, at den gældende undtagelse bør opretholdes, så længe der mangler en klar dokumentation for enten, at graden af risiko i de pågældende eksponeringer eller ratingagenturets kreditvurdering som en omtrentlig måling af risikoen i disse eksponeringer er utilstrækkelig.

- (6) CEBS mener desuden, at der bør indarbejdes endnu en undtagelse i artikel 122a for at forhindre securitisationer, der er baseret på en institutions egne passiver, herunder dækkede obligationer, hvis underliggende sikkerhedsstillelse er på den udstedende institutions balance, i at falde ind under artikel 122a. Kommissionen mener, at securitiseringen af en banks egne passiver, især de dækkede obligationer, normalt hører ind under den gældende undtagelse for eksponeringer over for institutter, medmindre den pågældende bank er kreditvurderet eksternt og har en særlig dårlig kreditkvalitet⁹. Eftersom den gældende undtagelse bør opretholdes, vil Kommissionen derfor ikke overveje at foreslå denne yderligere undtagelse.

C) YDERLIGERE BESTEMMELSER OG BESKYTTELSE

- (7) I sin anmodning om rådgivning har Kommissionen spurgt CEBS om, hvorvidt der bør tilføjes yderligere bestemmelser og beskyttelse i forbindelse med ordlyden i artikel 122a for at kunne dæmme op for udstedernes eventuelle omgåelse af kravet om tilbageholdelse. Kommissionen har fokuseret på et problem i denne forbindelse, nemlig evnen til at strukturere transaktioner på en sådan måde, at man kan undgå at anvende kravet om tilbageholdelse, især gennem en gebyr- eller præmiestruktur. CEBS fremhæver i den forbindelse, at det ikke vil være muligt at overveje alle de faktorer, som kan underminere effektiviteten i forbindelse med et krav om selvbehold/selvrisiko. Derfor bør sådanne problemer ifølge CEBS behandles ved, at man kræver offentliggørelse af gebyr- og aflønningsstrukturer, således at investorerne kan se, hvordan det engagementsleverende kreditinstituts interesser påvirkes.
- (8) Kommissionen er enig med CEBS i, at det er vanskeligt ved lov at udelukke ethvert forsøg fra udsteders side på at forringe effektiviteten af minimumtilbageholdelsesniveauet på 5 %. Som tidligere nævnt i denne rapport spiller investorernes

⁹ Undtagelsen med hensyn til fordringer på institutter, jf. stk. 3, litra c).

overholdelse af rettidig omhu en central rolle, og det omfatter også den politik om tilbageholdelse, som anvendes i den enkelte securitisation. Det er de investerende kreditinstitutters ansvar at udvise den rettidige omhu, som er påkrævet i artikel 122a, stk. 4, litra a) og b), både med hensyn til tilbageholdelsesmekanismen og den bredere risikoprofil i forbindelse med en transaktion, og det omfatter risici, som er forårsaget af usædvanlige gebyrstrukturer; til gengæld er det tilsynsmyndighedernes ansvar at sikre, at dette sker på en effektiv måde. Kommissionen mener, at kravene om rettidig omhu i artikel 122a kan udgøre et tilstrækkeligt grundlag for at sikre sig, at investorerne optræder forsigtigt i den forbindelse, og tilsynsmyndighederne vil kunne udarbejde retningslinjer til dette formål.

- (9) I en anden sammenhæng bemærker CEBS, at artikel 122a ikke uddyber den nøjagtige mekanisme med hensyn til informationskravene, og især at den anvendte terminologi kun kræver, at de engagementsleverende kreditinstitutter "har givet et udtrykkeligt tilsagn" om, at de vil opfylde kravet om tilbageholdelse. CEBS frygter, at dette krav kan være åbent for fortolkninger. Derfor anbefaler CEBS, at Kommissionen bør overveje, hvorvidt terminologien er tilstrækkelig entydig til at opnå dette mål, især i betragtning af at dette krav skal opfyldes "på løbende basis". Kommissionen erklærer sig enig i, at den ordlyd, der blev anvendt som et kompromis i lovgivningsprocessen, ikke direkte pålægger udstederen af en securitisation et krav, men kun indirekte via investor. Kommissionen minder i den forbindelse om, at det var et bevidst valg at kræve, at investorerne skal sikre sig, at udstederne tilbageholder eksponeringen, da udstederne af de securitisationer, som anvendes i de europæiske investeringsporteføljer, eventuelt selv bliver genstand for europæisk lovgivning. Som følge af dette problem måtte der findes en balance med hensyn til en ordlyd, der også gælder for securitisationer, som etableres uden for EU, og som samtidig ikke udgør en urimelig byrde for den europæiske investor. Kravet skal navnlig igen ses i lyset af det yderligere krav til investor om at analysere det engagementsleverende kreditinstituts nuværende forpligtelse. Kommissionen er enig i, at spørgsmålet om behovet for klarere krav til udsteder imidlertid er værd at overveje yderligere og mener, at dette spørgsmål vil kunne løses gennem den aktuelle internationale udvikling, der kan føre til, at kravet om tilbageholdelse indføres i andre større retssystemer. Kommissionen agter derfor at følge yderligere op på dette spørgsmål og overvåge den relevante udvikling uden for EU.

D) KONCERNSTRUKTURER

- (10) For så vidt angår koncernstrukturer, påpeger CEBS, at princippet om anvendelse af kravet om tilbageholdelse både over for den enkelte enhed og på konsolideret plan stadig er den almene regel, hvorimod kravet om tilbageholdelse kan opfyldes på konsolideret plan, når de engagementsleverende eller organiserende kreditinstitutter hører til samme koncern. Sidstnævnte mulighed er underlagt klare regler. Kravet om tilbageholdelse er ikke obligatorisk over for den enkelte enhed, hvis der er tale om en særlig enhed, som ikke direkte leverer de securitiserede eksponeringer, men hører til den samme koncern som de engagementsleverende kreditinstitutter. CEBS anfører, at der eventuelt kan opstå regularbitrage i tværnationale koncerner, hvor forskellige enheder har hjemsted i forskellige retssystemer, men er af den opfattelse, at CEBS's kommende gennemførelse af retningslinjerne for konvergens i tilsynspraksis skal behandle dette problem.
- (11) CEBS fremhæver det yderligere problem, at den enhed, som beholder interessen i securitisationen på vegne af andre koncernenheder, kan tvinges ud af koncernen, f.eks. via et salg. CEBS understreger i dette tilfælde, at de andre koncernenheder er nødt til at forholde sig til dette problem ved at tilbagekøbe eksponeringen i forbindelse med securitisationen, så de fortsat kan opfylde kravet om tilbageholdelse. Når dette er sket, kan kravet om tilbageholdelse forventes igen at opfylde sin målsætning.