

---

# Nationalbankens sikkerhedsgrundlag – nye aktivtyper set i retligt perspektiv

---

*Kirsten Elisabeth Gürtler og Marianne Rosenbeck, Administrationsafdelingen-Jura*

## INDLEDNING

---

Nationalbanken yder kredit til penge- og realkreditinstitutter i form af pengepolitiske lån, lån til kontantdepoter og intradag-kredit.

Långivning sker mod sikkerhed. Ultimo 2012 var der stillet sikkerheder over for Nationalbanken med en samlet belåningsværdi på 371,8 mia. kr., jf. Nationalbankens regnskab 2012.

Indtil 2008 bestod Nationalbankens sikkerhedsgrundlag primært af stats- og realkreditobligationer registreret i VP Securities A/S og noteret på Nasdaq OMX København. Disse traditionelle aktivtyper er relativt værdifaste, nemme at værdiansætte og realisere samt forholdsvis enkle at håndtere.

Den finansielle krise og de deraf afledte likviditetsproblemer i interbank-markedet har sammen med voksende krav om sikkerhedsstillelse for lån selv mellem store finansielle markedsdeltagere øget behovet for konvertering af ikke-likvide aktiver til likviditet<sup>1</sup> og dermed til inddragelse af nye typer af sikkerheder i Nationalbankens sikkerhedsgrundlag.

Dette behov er imødekommet, dels ved udvidelse af det permanente sikkerhedsgrundlag med pengeinstitutternes udlån af god bonitet<sup>2</sup>, dels ved midlertidige udvidelser af sikkerhedsgrundlaget med nye typer af sikkerhed. Nationalbanken har tidligere beskrevet de hensyn, der ligger bag fastlæggelsen af Nationalbankens sikkerhedsgrundlag, jf. Poffet (2010) og Pedersen (2009). Vigtige hensyn er bl.a. at minimere Nationalbankens risici og omkostninger ved håndtering af sikkerheden.

Ved fastlæggelsen af Nationalbankens sikkerhedsgrundlag er det ligeledes væsentligt at iagttage alle juridiske krav, der er nødvendige for at sikre Nationalbankens sikkerhed<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> Det kan ske enten i form af belåning af disse aktiver eller ved medregning af aktiverne ved opgørelsen af instituttets likviditet i henhold til lov om finansiell virksomhed.

<sup>2</sup> Nationalbanken har også indført andre foranstaltninger for at understøtte pengeinstitutternes likviditet, idet lånemulighederne i Nationalbanken er udvidet med 6-måneders lån og 3-årige lån.

<sup>3</sup> Udlån og aktiver omfattet af det midlertidige sikkerhedsgrundlag pantsættes på traditionel vis til Nationalbanken og kan ikke belånes under den såkaldte sikkerhedsret. De forskellige metoder til sikkerhedsstillelse er nærmere beskrevet i Andersen og Gürtler (2003).

Denne artikel beskriver kort de sikkerheder, der i dag er omfattet af Nationalbankens permanente og midlertidige sikkerhedsgrundlag. Desuden gennemgås de særlige juridiske forhold forbundet med at acceptere udlån og sektorselskabsaktier som sikkerhed for lån i danske kroner<sup>1</sup> samt de heraf afledte operationelle forhold. Endelig skitseres i hovedtræk sikkerhedsgrundlaget i andre centralbanker, herunder belåning af udlån i Eurosystemet.

## NATIONALBANKENS PERMANENTE SIKKERHEDSGRUNDLAG

---

Nationalbankens permanente sikkerhedsgrundlag for kredit i danske kroner består i dag af:

- VP-registrerede aktiver i danske kroner og euro, der er optaget til handel på Nasdaq OMX København:
- Papirer udstedt af den danske stat, Fiskeribanken eller Hypotekbanken,
- Obligationer garanteret af den danske stat,
- Obligationer udstedt af Kommunekredit,
- Obligationer udstedt af Færøernes landsstyre,
- Realkreditobligationer, særligt dækkede obligationer, SDO, og særligt dækkede realkreditobligationer, SDRO, udstedt af institutter omfattet af lov om finansiel virksomhed,
- Obligationer udstedt af Danmarks Skibskredit,
- Seniorgæld udstedt i tilknytning til SDO eller SDRO, som opfylder betingelserne i lov om realkreditlån og realkreditobligationer mv., § 15 eller lov om finansiel virksomhed, § 152b, junior covered bonds, og som opfylder en række kreditvurderingskrav, som er nærmere fastsat af Nationalbanken, samt
- Indestående på afkastkonti i danske kroner i Nationalbanken.

Aktiverne må som udgangspunkt ikke være udstedt eller garanteret af låntageren eller af en enhed, som låntageren har snævre forbindelser<sup>2</sup> med.

De papirer, som Nationalbanken til enhver tid accepterer som sikkerhed for kredit i danske kroner, fremgår af en liste på Nationalbankens hjemmeside ([www.nationalbanken.dk](http://www.nationalbanken.dk)).

---

<sup>1</sup> Nationalbanken yder også intradag-kredit i euro mod sikkerhed, der opfylder de af Den Europæiske Centralbank, ECB, fastsatte betingelser. Udlån og aktiver omfattet af det midlertidige sikkerhedsgrundlag kan alene anvendes som sikkerhed for lån i danske kroner.

<sup>2</sup> Som defineret i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2006/48/EF af 14. juni 2006 om adgang til at optage og udøve virksomhed som kreditinstitut.

Siden 2011 har pengeinstitutter med hjemsted i Danmark desuden kunnet belåne udlån i Nationalbanken. Nationalbankens håndtering af udlån som sikkerhed for lån i danske kroner er beskrevet i det følgende.

## UDLÅN I SIKKERHEDSGRUNDLAGET

---

Langt den største aktivgruppe i de fleste pengeinstitutters balancer er deres udlånsporteføljer. Udlån har ikke tidligere været anset som en potentiel sikkerhed for Nationalbanken, dels fordi sikringsakten for at opnå beskyttelse over for pantsætters kreditorer var meddelelse til den enkelte debitor, jf. gældsloven, § 31, stk. 2, som ville være en særdeles omkostningskrævende operation, dels fordi værdiansættelse og realisation er praktisk vanskeligt at håndtere. Tilsvarende gjorde sig også gældende i andre EU-lande.

I forbindelse med Europa-Kommissionens overvejelser om eventuelle forbedringer af direktivet om aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse (collateral-direktivet) fremsatte Den Europæiske Centralbank, ECB, derfor ønske om, at der blev indført en særlig operationelt håndterbar procedure for sikringsakten ved pantsætning af pengeinstitutters udlån, således at det blev enklere for institutterne at pantsætte deres udlån og dermed øge mængden af belånbare aktiver. Collateral-direktivet blev ændret<sup>1</sup> i overensstemmelse hermed og implementeret i den danske værdipapirhandelslov i 2010<sup>2</sup>. Lovens kapitel 18 a giver nu mulighed for, at en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse indgået mellem fx en centralbank og et pengeinstitut kan indeholde en bestemmelse om sikkerhed i pengeinstitutternes udlån. Sikringsakten er pantavers modtagelse af en liste, der identificerer de enkelte pantsatte udlån, og dermed ikke meddelelse til den enkelte debitor, som det i øvrigt er reglen ved pant i simple fordringer.

Dette gjorde det muligt at udvide det permanente sikkerhedsgrundlag med pengeinstitutternes udlån af god bonitet. Udvidelsen blev gennemført i oktober 2011 for at forbedre pengeinstitutternes adgang til likviditet, forud for at institutternes gældsudstedelser med individuel statsgaranti udløber. Ved indførelsen af muligheden for at belåne udlån i Nationalbanken blev det yderligere sikkerhedsgrundlag anslået til en belåningsværdi på op mod 400 mia. kr.

Et pengeinstitut kan endvidere forbedre sin likviditet ved opgørelsen i henhold til lov om finansiel virksomhed, § 152, jf. Risbjerg og Sangill

---

<sup>1</sup> Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2009/44/EF af 6. maj 2009 om ændring af direktiv 98/26/EF om endelig afregning i betalingssystemer og værdipapirafviklingssystemer og direktiv 2002/47/EF om aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse, for så vidt angår forbundne systemer og gældsfordringer.  
<sup>2</sup> Lov nr. 1556 af 21. december 2010.

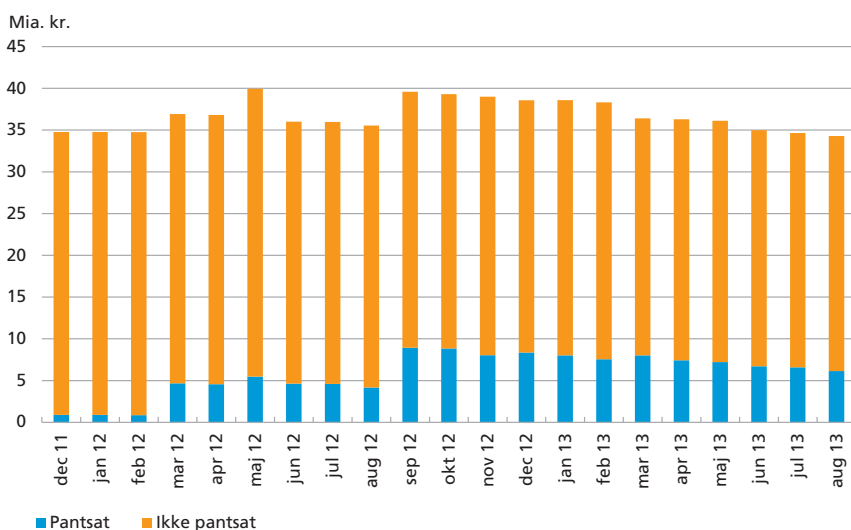
(2012), uden de facto-pantsætning af udlån. Det sker ved, at instituttet får godkendt udlån som sikkerhedsstillelse på grundlag af en revisorerklæring om, at de af instituttets udlån, der er anført på en låneliste, opfylder Nationalbankens krav. Ved Nationalbankens godkendelse får pengeinstituttet mulighed for at belåne de udlån, der er anført på listen. Finanstilsynet anerkender dette som et lånetilsagn fra Nationalbanken, hvorefter udlånene kan medregnes i opgørelsen af det pågældende instituts lovpligtige likviditet efter nærmere regler fastsat af Finanstilsynet, uanset de ikke er pantsat.

I boks 1 gives et overblik over Nationalbankens krav til godkendelse af udlån som sikkerhedsstillelse.

I figur 1 vises brugen af udlån som sikkerhed i Nationalbanken. En stor andel af udlånene er ikke pantsat til Nationalbanken, men godkendt dertil. I marts og september 2012 steg pantsætningen af udlån som følge af, at det blev muligt at optage 3-årige lån i Nationalbanken. Belåningsværdien af såvel pantsatte udlån som udlån, der ikke er pantsat, men godkendt dertil, har været svagt faldende siden da. Ultimo juli 2013 udgjorde udlån ca. 6 pct. af de aktiver, som var pantsat til Nationalbanken til sikkerhed for kredit i danske kroner, mod 21 pct. i ECB.

BELÅNINGSVÆRDI AF UDLÅN SOM SIKKERHED I NATIONALBANKEN

Figur 1



Anm.: "Ikke pantsat" angiver udlån, som ikke er pantsat til Nationalbanken, men som er godkendt dertil. Værdierne er efter haircut, margin og fradrag.

Kilde: Danmarks Nationalbank

**NATIONALBANKENS KRAV TIL GODKENDELSE AF UDLÅN SOM  
SIKKERHEDSSTILLELSE I HOVEDTRÆK**

Boks 1

Som en forudsætning for at udlån kan indgå i sikkerhedsgrundlaget, skal pengeinstituttet indsende følgende dokumentation til Nationalbanken:

- Anmodning om brug af udlån som sikkerhed underskrevet af bestyrelse og direktion. I anmodningen erklærer instituttets ledelse, at der er etableret de fornødne forretningsgange, procedurer og interne kontroller. Der skal årligt indsendes en opdateret erklæring fra instituttets ledelse.
- Erklæring fra ekstern revisor om, at instituttet har de nødvendige forretningsgange og interne kontroller, til at Nationalbankens krav til udlån, supplerende sikkerhedsstillelse mv. kan overholdes, samt at de udlån, der kan pantsættes det kommende kvartal, og som er opført på en liste, opfylder Nationalbankens krav. Instituttet skal desuden hvert kvartal indsende en opdateret revisorerklæring uden anmærkninger.
- Pantsætningserklæring.

Udlånenes bonitet kontrolleres af et uafhængigt revisionsfirma med passende intervaller, der fastlægges af Finanstilsynet på grundlag af en risikovurdering.

Krav til udlånene:

- Simple fordringer af god kvalitet<sup>1</sup>.
- Ydet til privatkunder, offentlige institutioner og/eller ikke-finansielle virksomheder, der har bopæl eller hjemsted i Kongeriget Danmark, og som ikke har snævre forbindelser til pengeinstituttet.
- En debitor må højst være debitor eller meddebitor på 10 pct. af de pantsatte udlån.
- Må tidligst forfalde til betaling en måned efter pantsætningen.

Værdiopgørelse af udlånene:

- Udlånenes værdi opgøres til restgælden, kassekreditter dog til 90 pct. af saldoen. Udlån i fremmed valuta fradrages 3-10 pct. i restgæld/saldo afhængig af den konkrete valuta. Derefter fradrages krav på pengeinstituttet, som debitor i henhold til udlånet kan modregne.
- Belåningsværdien udgør udlånets værdi med fradrag af 35 pct.

Ved pantsætning af udlån skal pengeinstituttet desuden indsende følgende materiale:

- En liste over de udlån fra listen godkendt af revisor, der ønskes pantsat.
- Opdateret liste hver måned over pantsatte udlån.

Udlånenes belåningsværdi indgår i opgørelsen af den samlede belåningsværdi af de sikkerheder, pengeinstituttet har stillet. Ved et fald i værdien i løbet af måneden til under 95 pct. af udlånenes værdi ved pantsætningen skal instituttet stille supplerende sikkerhed.

<sup>1</sup> Finanstilsynets definitioner for udlån tilhørende bonitetskategori 3 eller 2 a, jf. definitionen heraf på Finanstilsynets hjemmeside.

### Særlige forhold ved sikkerhed i udlån

Når pengeinstitutter pantsætter udlån, er det en portefølje af udlån, de pantsætter. Porteføljen kan i princippet bestå af samtlige instituttets udlån, der opfylder Nationalbankens krav, eller en delmængde deraf.

Ved pantsætning af simple fordringer på traditionel vis efter gælds-brevslovens regler tillades pantsætters fortsatte rådighed over ydelser på fordringen kun i begrænset omfang. Modtager pantsætter fortsat afdrag og indfrielse, skal de afregnes til pantnaver, og denne skal føre kontrol med afregningen. Er det ikke tilfældet, er der risiko for, at pantsætningen ikke anses for reel (der er ikke sket "effektiv rådighedsberøvelse") og kan tilsidesættes i tilfælde af fx konkurs, jf. Iversen m.fl. (2012) og Rohde (2012). Anderledes forholder det sig, når udlån pantsættes i henhold til reglerne i værdipapirhandelsloven. Som anført i lovbemærkningerne er det praktiske udgangspunkt således, at pengeinstituttet fortsat modtager de løbende indbetalinger på udlånet og i det hele taget beholder den fulde kundekontakt.

Pantsætning af udlån til Nationalbanken omfatter også krav på renter, afdrag og indfrielse, men det aftales, at pengeinstituttet bevarer retten til at oppebære disse betalinger indtil videre<sup>1</sup>. Det har betydning for Nationalbankens operationelle håndtering af pant i udlån, som beskrives i det følgende.

### Værdiansættelse og kontrol

Nationalbanken har som udgangspunkt ikke viden om en eventuel værdiforringelse af den pantsatte portefølje af udlån, hverken på enkeltlåns- eller på porteføljeniveau. Ud over afdrag og indfrielse kan værdiforringelsen bestå i, at nogle udlån ikke længere opfylder betingelserne for belåning, herunder særligt bonitetskravet, jf. boks 1. Da debitorerne i henhold til de pantsatte udlån beholder deres eventuelle ret til at modregne fx indlån i tilfælde af pengeinstituttets konkurs, kan også udsving i debitorernes modkrav medføre løbende ændringer i udlånsporteføljens værdi.

For at sikre at Nationalbankens krav til sikkerhedens værdi til stadighed er opfyldt og for at imødegå risikoen for, at pantsætningen i tilfælde af pengeinstituttets konkurs kan tilsidesættes som følge af manglende kontrol fra Nationalbankens side, stiller Nationalbanken krav om, at institutterne er i stand til løbende at følge værdien af udlånene på listen. Desuden kræves en erklæring fra instituttets ledelse om, at det har etableret de nødvendige forretningsgange, procedurer og interne kon-

---

<sup>1</sup> Nationalbanken er berettiget til at kræve, at betalinger fremover skal ske til en konto, der er pantsat til Nationalbanken.

troller til at kunne leve op til dette (selvcertificering). Endvidere skal instituttet indsende en ny liste over pantsatte udlån en gang om måneden. Instituttets eksterne revisor skal hvert kvartal erklære, at forretningsgange og kontroller er tilstrækkelige, og at de udlån, der er medtaget på listen over udlån, der kan pantsættes det kommende kvartal, opfylder Nationalbankens krav. Endelig er der via Finanstilsynet etableret yderligere en uafhængig kontrol af, at udlånene opfylder kravene for belåning. Denne kontrol udføres af et uafhængigt revisionsfirma, der ikke kan være pengeinstituttets egen eksterne revision, og foretages med passende intervaller.

Det er aftalt mellem Nationalbanken og det enkelte pengeinstitut, at Nationalbankens panteret i udlånene også omfatter de sikkerheder, som debitor i henhold til udlånet måtte have stillet over for det pantsættende institut. For at en sådan frempantsætning af sikkerheder til Nationalbanken med sikkerhed skal være beskyttet over for instituttets aftalparter og kreditorer, skal den type sikringsakt iagttages, der vedrører den enkelte aktivtype. En sådan sikringsakt foretages imidlertid ikke, da dette vil være operationelt uhåndterbart for Nationalbanken. Aftalen om pant i de bagvedliggende sikkerheder er bindende i forholdet mellem instituttet og Nationalbanken, men Nationalbankens pant i disse kan ikke med sikkerhed gøres gældende over for tredjemand i alle tilfælde. Bagvedliggende sikkerheder indgår derfor ikke i vurderingen af et udlåns bonitet eller ved opgørelsen af dets belåningsværdi.

### **Supplerende sikkerhed ved pant i udlån**

Belåningsværdien opgøres, for så vidt angår det traditionelle sikkerhedsgrundlag, dagligt. Derimod kan belåningsværdien af udlån i de fleste tilfælde kun vanskeligt opgøres på daglig basis og kan ikke foretages af Nationalbanken. Pengeinstituttet indsender derfor en liste over de pantsatte udlån en gang om måneden. Belåningsværdien af udlånene indgår i den efterfølgende måned i den daglige opgørelse af instituttets samlede sikkerhedsstilling.

Metoden bygger på en forudsætning om, at værdien af de pantsatte udlån er uændret inden for en måned. For at sikre sig mod værdifald i løbet af måneden stiller Nationalbanken derfor krav om, at pengeinstituttet løbende og med passende intervaller skal sikre sig, at værdien af de pantsatte udlån ikke falder til under 95 pct. af værdien på pantsætningstidspunktet. Sker det, skal instituttet straks sende en supplerende liste over udlån, der pantsættes. Lånene skal være indeholdt i den liste, som revisor på forhånd har erklæret sig om. Det fremgår i øvrigt af ledelsens og revisors erklæringer, at de procedurer, systemer mv., som instituttet har indført, også sikrer, at aftalen om at stille supplerende sikkerhed kan overholdes.

### **Realisation af udlån**

Der ikke et egentligt marked for udlån. Realisation af udlån i tilfælde af pengeinstituttets misligholdelse af sine forpligtelser over for Nationalbanken vil derfor også medføre operationelle udfordringer. Nationalbanken kan ifølge pantsætningserklæringen vælge at sælge de pantsatte udlån, samlet eller i mindre porteføljer, at overtage udlånene til eje og selv inddrive dem eller en kombination af salg og inddrivelse. Vælger Nationalbanken at overtage udlånene til eje, skal det i henhold til pantsætningserklæringen og i overensstemmelse med værdipapirhandelsloven ske på grundlag af en kommercielt forsvarlig prisansættelse foretaget af tredjemand.

### **NATIONALBANKENS MIDLERTIDIGE SIKKERHEDSGRUNDLAG**

---

Som følge af den finansielle krise har Nationalbanken, ud over at indføre udlån i det permanente sikkerhedsgrundlag, lavet en række midlertidige foranstaltninger for at lette bankernes adgang til likviditet. Første gang var i maj 2008, hvor Nationalbanken udvidede sikkerhedsgrundlaget med de såkaldte låneobligationer, jf. Pedersen (2009). Obligationerne kunne udstedes i forbindelse med, at et pengeinstitut opnåede lån hos et andet. Sidstnævnte kunne herefter stille obligationen til sikkerhed for lån i Nationalbanken. Senere samme år gav Nationalbanken institutterne adgang til, efter ansøgning og efter bevilling af Nationalbankens direktion, at opnå lån på basis af det enkelte instituts overskydende lovmæssige solvens opgjort som forskellen mellem basiskapital og individuelle solvensbehov. Solvenslåneordningen var således nærmere baseret på en kreditvurdering end udtryk for en sikkerhedsstilling over for Nationalbanken i ordets traditionelle forstand.

Senere udvidede Nationalbanken det midlertidige sikkerhedsgrundlag med en række andre aktiver, hvoraf nogle siden hen er udfaset. De aktiver, der i dag indgår i det midlertidige sikkerhedsgrundlag, er beskrevet i det følgende.

En oversigt over udviklingen i Nationalbankens midlertidige sikkerhedsgrundlag fra 2008 til i dag fremgår af boks 2.

### **SEKTORSELSKABS AKTIER I SIKKERHEDSGRUNDLAGET**

---

I september 2008 blev det midlertidige sikkerhedsgrundlag udvidet med bl.a. noterede og unoterede aktier udstedt af selskaber i Kongeriget Danmark, i danske kroner eller euro, jf. boks 2. Ordningen udløb i februar 2011, men blev delvist genindført i august 2011, hvor det midlertidige sikkerhedsgrundlag blev udvidet med aktier udstedt af selskaber,



## NATIONALBANKENS MIDLERTIDIGE SIKKERHEDSGRUNDLAG SIDEN 2008

Boks 2

## Ophørte foranstaltninger:

- Maj 2008: Låneobligationer (ophørt februar 2011).
- September 2008: Solvenslåneordningen (ophørt februar 2011).
- September 2008: *Noterede* og VP-registrerede aktier, investeringsforeningsbeviser og seniorgæld udstedt i tilknytning til SDO eller SDRO (junior covered bonds) af foreninger eller selskaber i Kongeriget Danmark i danske kroner eller euro (ophørt februar 2011).
- September 2008: *Unoterede* aktier efter anmodning og efter Nationalbankens godkendelse, udstedt af selskaber i Kongeriget Danmark i danske kroner eller euro (ophørt feb. 2011).
- Juni 2009: *Noteret* og VP-registreret usikret gæld med generel statsgaranti (ophørt september 2010).
- Juli 2009: *Unoteret* og VP-registreret usikret gæld med generel statsgaranti (ophørt september 2010).

## Eksisterende foranstaltninger:

- Juni 2009: *Noteret*, VP-registreret og statsgaranteret (jf. lov om finansiel stabilitet, § 16a) ikke-efterstillet usikret gæld samt *noteret*, VP-registreret og statsgaranteret seniorgæld udstedt i tilknytning til SDO eller SDRO (junior covered bonds). Papirerne skal være udstedt af penge- eller realkreditinstitutter i Kongeriget Danmark i danske kroner eller euro (ophører december 2013).
- Juli 2009: *Unoteret*, VP-registreret og statsgaranteret (jf. lov om finansiel stabilitet § 16a) ikke-efterstillet usikret gæld og *unoteret*, VP-registreret og statsgaranteret seniorgæld udstedt i tilknytning til SDO eller SDRO (junior covered bonds). Papirerne skal være udstedt af penge- eller realkreditinstitutter i Kongeriget Danmark i danske kroner eller euro (ophører december 2013).
- Februar 2010: VP-registrerede SPV-obligationer (udløber december 2013).
- August 2011: Sektorselskabsaktier (skal opsiges med 30 dages varsel).
- Maj 2012: *Noteret* og *unoteret* VP-registreret egen statsgaranteret ikke-efterstillet usikret gæld udstedt af pengeinstitutter i danske kroner eller euro (ophører december 2016).
- Maj 2012: Sektorselskabsobligationer efter anmodning og efter Nationalbankens godkendelse (skal opsiges med 30 dages varsel).

der fortrinsvis ejes af en række finansielle virksomheder i fællesskab (de såkaldte sektorselskabsaktier). Stort set alle pengeinstitutter ejer andele i ét eller flere af disse selskaber, hvorfor aktierne har betydning for en bred kreds af Nationalbankens kontohavere. Det er en medvirkende årsag til, at Nationalbanken belåner netop disse aktier. Ultimo juli 2013 havde institutterne pantsat sektorselskabsaktier til en belåningsværdi på 559 mio. kr. De sektorselskabsaktier, der er godkendt til belåning i Nationalbanken, fremgår af en liste på Nationalbankens hjemmeside<sup>1</sup>. Lån-

<sup>1</sup> De sektorselskaber, hvis udstedelser pr. 31.8.2013 er godkendt til belåning i Nationalbanken, er: DLR Kredit A/S, BI Holding A/S, PRAS A/S, Sparinvest Holding A/S, Garanti Invest A/S, Letpension AS, Multidata Holding A/S, Nets Holding A/S, Skandinavisk Data Center A/S og VP Securities A/S.

tager må ikke belåne aktier, der er egne udstedelser eller udstedt af et selskab med snævre forbindelser til låntager<sup>1</sup>.

Der er visse praktiske og juridiske forhold omkring sektorselskabsaktier, der gør dem mere komplicerede at håndtere som sikkerhed end fx stats- og realkreditobligationer.

I maj 2012 blev det midlertidige sikkerhedsgrundlag udvidet med obligationer udstedt af disse sektorselskaber. Der er p.t. ingen belånbare sektorselskabsobligationer, og de behandles derfor ikke nærmere.

### **Belåning af sektorselskabsaktier**

Hvis der er tale om VP-registrerede aktier (fondsaktiver)<sup>2</sup>, er sikringsakten registrering i en værdipapircentral, jf. værdipapirhandelsloven, § 66. VP-registrerede sektorselskabsaktier overføres ved pantsætningen til et spærret VP-depot. I depotet er tillige registreret eventuelle øvrige sikkerheder omfattet af det midlertidige sikkerhedsgrundlag, som instituttet måtte have pantsat til Nationalbanken.

Sikringsakten ved papirløse aktier, der ikke er VP-registrerede, er meddelelse til selskabet eller en eventuel ejerbofsfører, jf. selskabsloven, § 65. Aktien kan først belånes, når Nationalbanken har modtaget bekræftelse fra selskabet henholdsvis ejerbofsføreren om, at Nationalbankens panteret er registreret, og at der ikke er noteret andre rettighedshavere. Ingen af de sektorselskaber, der i dag figurerer på Nationalbankens liste over belånbare aktier, har udstedt fysiske aktiebrev.

Sikkerhed i sektorselskabsaktier omfatter afkast, herunder udbytte. Stemmeretten udøves fortsat af pantsætter.

Sektorselskabsaktier, der kan belånes i Nationalbanken, kan medregnes i pengeinstitutternes likviditetsopgørelse i medfør af § 152 i lov om finansiel virksomhed under visse forudsætninger, der er fastsat af Finanstilsynet og gengivet på Nationalbankens hjemmeside.

### **Særlige forhold ved pant i sektorselskabsaktier**

Sektorselskaberne er, som nævnt ovenfor, etableret og ejet af finansielle virksomheder, der har en fælles interesse i at drive selskabet, idet selskabet leverer en række ydelser til ejerne, som det er fordelagtigt for ejerne at samarbejde om. Det betyder, at der ofte er vedtægtsmæssige bestemmelser eller ejaftaler, der regulerer bl.a. adgangen til pantsætning af aktien og/eller forkøbsrettigheder.

<sup>1</sup> Som defineret i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2006/48/EF af 14. juni 2006 om adgang til at optage og udøve virksomhed som kreditinstitut.

<sup>2</sup> Følgende sektorselskabsaktier, der er godkendt til belåning i Nationalbanken, er VP-registrerede: DLR Kredit A/S, Sparinvest Holding A/S og VP Securities A/S.

### **Adgang til pantsætning**

Ved godkendelse af sektorselskabsaktier til belåning indhenter Nationalbanken erklæringer fra sektorselskaberne om, at der ikke i selskabets vedtægter eller ejerftaler er forhold, som forhindrer, at aktierne gyldigt kan pantsættes til Nationalbanken. Indeholder vedtægter eller ejerftaler forbud mod pantsætning af aktierne uden bestyrelsens samtykke, indhenter Nationalbanken samtykke fra selskabets bestyrelse til, at aktierne kan pantsættes til Nationalbanken.

Pantsætningen indebærer, at pantsætter ikke kan disponere over aktierne ved salg eller lignende uden Nationalbankens samtykke.

### **Værdiansættelse og realisation**

Administrationen af ordningen i Nationalbanken er manuel, og som udgangspunkt opdateres belåningsværdien af pantsatte sektorselskabsaktier én gang om ugen. De sektorselskabsaktier, der i dag belånes i Nationalbanken, er ikke børsnoterede. Derfor er der etableret en procedure, hvor foreningen Lokale Pengeinstitutter, som de institutter, der har pantsat sektorselskabsaktier, typisk er medlemmer af, leverer de relevante oplysninger til brug for Nationalbankens værdiansættelse. Belåningsværdien beregnes af Nationalbanken bl.a. under hensyntagen til eventuelle kursaftaler i forbindelse med forkøbsrettigheder og efter fradrag af et haircut på 20 pct.

De fleste vedtægter indeholder regler om forkøbsrettigheder for de øvrige aktionærer. Disse regler vil Nationalbanken skulle iagttage ved en eventuel realisation af aktierne som følge af pantsætters misligholdelse af sine forpligtelser. Udnyttes en forkøbsret ikke, vil salg kunne ske til tredjemand, der ofte vil skulle godkendes af selskabets bestyrelse. I nogle tilfælde indeholder vedtægter og/eller ejerftaler begrænsninger for, hvem aktien kan sælges til. Fx kan aktionærerne i nogle selskaber alene være pengeinstitutter.

## **ANDRE AKTIVER I DET MIDLERTIDIGE SIKKERHEDSGRUNDLAG**

---

Nationalbankens midlertidige sikkerhedsgrundlag indeholder i dag, ud over sektorselskabsaktier, også en række øvrige aktiver, som imidlertid ikke er forbundet med særlige juridiske problemstillinger. Aktiverne nævnes kort nedenfor.

### **Usikret gæld og junior covered bonds med statsgaranti**

Indtil til 30. december 2016 kan der stilles sikkerhed for kredit i danske kroner i form af gældsudstedelser, herunder beholdninger af egne ud-

stedte obligationer<sup>1</sup>, med status som ikke-efterstillet usikret gæld med statsgaranti. Ultimo juli 2013 udgjorde belåningsværdien af denne type obligationer pantsat til Nationalbanken 5,1 mia. kr.

Indtil 30. december 2013 kan der tillige stilles sikkerhed i form af statsgaranteret seniorgæld udstedt i tilknytning til SDO eller SDRO (junior covered bonds), der ikke lever op til Nationalbankens kreditvurderingskrav. Der er p.t. ikke pantsat sådanne aktiver. Junior covered bonds, der opfylder Nationalbankens kreditvurderingskrav, indgår i det permanente sikkerhedsgrundlag.

For at være belånbar skal udstedelsen fremgå af den til enhver tid offentliggjorte liste over garanterede udstedelser på Finansiell Stabilitets hjemmeside samt opfylde Nationalbankens øvrige krav, herunder at udstedelsen er VP-registreret og udstedt i danske kroner eller euro.

### **SPV-obligationer**

Indtil 30. december 2013 kan der endvidere stilles sikkerhed i form af såkaldte SPV-obligationer. Formålet med SPV-modellen er at give mindre pengeinstitutter mulighed for i fællesskab at skabe obligationsudstedelser, der har en større volumen end institutternes individuelle udstedelser og dermed er mere attraktive for investorerne. SPV-obligationer er udstedt af et selskab (et SPV), hvis eneste formål er at yde statsgaranterede lån til danske pengeinstitutter, datterselskaber i Danmark af udenlandske pengeinstitutter samt realkreditinstitutter. SPV-obligationerne skal opfylde en række standardbetingelser fastsat af Nationalbanken. Obligationerne skal være i danske kroner eller euro og udstedt i Danmark eller et andet land inden for Det Europæiske Økonomiske Samarbejdsområde, EØS. Ligeledes skal udsteder være hjemmehørende i Danmark eller et andet land inden for EØS, og obligationerne skal være undergivet dansk ret eller et andet EØS-lands ret. Et krav om dansk ret ville kunne svække interessen hos udenlandske investorer. SPV-obligationer skal være VP-registrerede. SPV-obligationerne er på linje med sektorselskabsaktier belånbare efter anmodning og efter Nationalbankens godkendelse. Der foreligger indtil nu ingen konkrete anmodninger om belåning af SPV-obligationer.

---

<sup>1</sup> Muligheden for at belåne egne udstedte obligationer blev indført i forbindelse med aktstykke 51 af 14. februar 2012, hvor det er forudsat, at nye statsgaranterede udstedelser ikke skal kunne omsættes, men belånes direkte i Nationalbanken.

PERMANENT SIKKERHEDSGRUNDLAG										Tabel 1
	ECB	Fed (OMO) <sup>1</sup>	Fed (SF) <sup>1</sup>	BoE Standard <sup>2</sup>	BoE Udvidet <sup>2</sup>	SNB <sup>3</sup>	Riks-banken <sup>4</sup>	Norges Bank	National-banken	
Statspapirer mv <sup>5</sup> .....	X	X	X	X	X	X	X	X	X	
Dækkede obligationer <sup>6</sup> .....	X	-	X	-	X	X	X	X	X	
Bankobligationer <sup>7</sup> .....	X	-	X	-	-	X	-	-	-	
Erhvervsobligationer <sup>8</sup> ....	X	-	X	-	X	X	X	X	-	
Asset-backed securities	X	X	X	-	X	-	-	X	-	
Bankudlån .....	X	-	X	-	X	-	-	-	X	
Udenlandske obligatio- ner .....	X	-	X	X	X	X	X	X	-	
Multilaterale institutio- ners obligationer .....	X		X	X	X	X	X	X	-	
Anden valuta (antal) ....	0	0	8	3	7	6	6	9	1	

Kilde: Centralbankernes hjemmesider.

<sup>1</sup> Federal Reserve, FED, accepterer alene treasury securities og mortgage-backed securities fra Freddie Mac, Fannie Mae, Ginnie Mae og Federal Home Loan Banks som sikkerhed for deres open market operations, OMO, men et langt bredere udvalg af aktivtyper udstedt i et bredere udvalg af valutaer som sikkerhed for lån ydet i forbindelse med "the Discount Window" (stående facilitet) og for intradag-kredit.

<sup>2</sup> Bank of Englands, BoE's, standard sikkerhedsgrundlag kan anvendes i forbindelse med de ordinære markedsoperationer og intradag-kredit. Det udvidede sikkerhedsgrundlag kan anvendes i forbindelse med "the Discount Window Facility" og udvidede ordinære markedsoperationer med lang løbetid.

<sup>3</sup> Schweizerische Nationalbank.

<sup>4</sup> For så vidt angår de ordinære markedsoperationer omfatter sikkerhedsgrundlaget kun værdipapirer i svenske kroner. Sveriges Riksbank har besluttet, at ABS'er fra og med 1. januar 2014 ikke længere er belånbare.

<sup>5</sup> Omfatter ligeledes statsgaranterede papirer samt regionale og lokale myndigheders udstedelser.

<sup>6</sup> Ved dækkede obligationer (covered bonds) har investor fortrinnsstilling til en bagvedliggende cover pool af finansielle aktiver.

<sup>7</sup> I BoE og Riksbanken er kun statsgaranterede bankobligationer belånbare.

<sup>8</sup> I BoE kan enkeltstående erhvervsobligationer *ikke* belånes, men skal være del af en diversificeret portefølje af obligationer udstedt af forskellige virksomheder.

## SIKKERHEDSGRUNDLAGET I EUROSYSTEMET OG VISSE ANDRE LANDE

Andre centralbanker anvender i dag også andre typer af sikkerheder end de traditionelle, jf. tabel 1, der indeholder en skematisk oversigt over sikkerhedsgrundlaget i en række lande samt ECB. I ingen af disse lande belånes aktier<sup>1</sup>.

### Belåning af udlån i Eurosystemet

Eurosystemets kreditgivning skal være baseret på passende sikkerhed. Udlån er blandt de aktiver, der kan anvendes, forudsat at udlånene og den operationelle håndtering af sikkerheden opfylder en række betingelser fastsat af ECB<sup>2</sup>, jf. nærmere i boks 3, som overordnet angiver Eurosystemets rammer for belåning af udlån.

<sup>1</sup> Tidligere accepterede ECB også aktier som sikkerhed, men denne mulighed ophørte i 2005.

<sup>2</sup> Jf. ECB's retningslinje ECB/2011/14 om Eurosystemets pengepolitiske instrumenter og procedurer af 20. september 2011, bilag I, kapitel 6 "Belånbare aktiver", ændret ved ECB's retningslinje ECB/2012/25 af 26. november 2012.

BELÅNING AF UDLÅN I EUROSISTEMET I HOVEDTRÆK	Boks 3
<p>ECB har fastsat rammebestemmelser for belåning af gældsfordringer (udlån) i Eurosystemet, inden for hvilke de nationale centralbanker i euroområdet kan fastsætte betingelserne for eventuel belåning af gældsfordringer. De overordnede regler er:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Udlån, der anvendes på tværs af landegrænser, skal have en minimumsstørrelse på 500.000 euro. De enkelte centralbanker kan selv fastsætte mindstebeløbet for indenlandske udlån.</li> <li>• Debitorer på udlånene kan være offentlige myndigheder og ikke-finansielle selskaber etableret i euroområdet samt internationale og overnationale institutioner.</li> <li>• Udlånene skal være i euro.</li> <li>• Udlånet og aftalen mellem instituttet og centralbanken om sikkerhed i udlånet skal være underlagt lovgivningen i en medlemsstat.</li> <li>• Udlånene skal være af god kreditkvalitet.</li> <li>• Der kan anvendes fire forskellige kreditvurderingsmetoder: Rating fra kreditvurderingsbureauer, interne kreditvurderingssystemer i de nationale centralbanker, låntagende instituts eget interne ratingbaserede kreditvurderingssystem, IRB, eller tredjemands kreditvurderingsværktøjer. Der skal ske årlig performanceovervågning af kreditvurderingssystemerne i overensstemmelse med ECB's nærmere fastsatte regler.</li> <li>• Haircut tages på enkeltlånsniveau afhængigt af restløbetid, rente (fast/variabel), kreditkvalitetskategori og vurderingsmetode. Haircut kan være på op til 64,5 pct. for visse lån med lav kreditvurdering.</li> <li>• Instituttet skal verificere udlånenes eksistens over for den långivende centralbank efter nærmere regler. Centralbanken, de nationale tilsynsmyndigheder eller eksterne revisorer skal verificere de procedurer, som instituttet anvender i den sammenhæng.</li> <li>• Udlånene må ikke være underlagt nogen restriktioner med hensyn til pantsætning og realisation, og alle forhold, der er nødvendige for at sikre panteretten over for tredjemand i overensstemmelse med nationale regler, skal iagttages.</li> <li>• Udlån som sikkerhed kan anvendes på tværs af landegrænser, ligesom debitor og kreditor i henhold til udlånet kan være hjemmehørende i forskellige lande. Ved pantsætning af udlån i Eurosystemet må højst to forskellige landes lovgivninger være involveret.</li> </ul>	

Som en midlertidig foranstaltning besluttede ECB's styrelsesråd i december 2011, at yderligere udlån kan accepteres, forudsat at de opfylder specifikke kriterier, som er godkendt af ECB's styrelsesråd, og som kan variere for de enkelte lande. Styrelsesrådet godkendte i februar 2012 syv nationale centralbankers<sup>1</sup> egne kriterier.

ECB's retningslinjer gælder også for sikkerhed stillet i forbindelse med Nationalbankens kreditgivning i euro. Nationalbanken vælger selv, hvilke aktivtyper den anerkender som sikkerhed for kredit i euro, under

<sup>1</sup> Centralbankerne i Irland, Spanien, Frankrig, Italien, Cypern, Østrig og Portugal.

forudsætning af at aktiverne opfylder de kvalitetskrav, som ECB stiller, og at ECB's principper for risikostyring overholdes. Nationalbanken accepterer ikke udlån som sikkerhed for kredit i euro i Nationalbanken.

Den administrative håndtering af belåning af udlån i de enkelte centralbanker i euroområdet, herunder de juridiske forhold, varierer og afhænger af lovgivningen i den pågældende medlemsstat. Den kan derfor være meget anderledes end i Danmark. De enkelte centralbankers regler fremgår af deres hjemmeside.

## LITTERATUR

---

Andersen, Niels C. og Kirsten Gürtler (2003), Sikkerhedsstillelse i Nationalbanken set i et retligt perspektiv, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal.

Iversen, Bent, Lars H. Kristensen og Lars H. G. Madsen (2012), *Panteret*, 4. udgave, Karnov Group.

Pedersen, Anders M. (2009), Sikkerhedsstillelse ved lån i centralbanker, *Finans/Invest* nr. 2.

Poffet, Astrid H. (2010), Sikkerhedsstillelse i Nationalbanken, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal.

Risbjerg, Lars og Thomas Sangill (2012), Nationalbanken og pengeinstitutternes likviditet, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal.

Rohde, Claus (2012), Pantsætter af simple fordringers oppebørsel af renter og afdrag, *Ugeskrift for Retsvæsen*.