



DANMARKS
NATIONALBANK

**Konsekvenser for
det danske obligationsmarked
i forbindelse med Danmarks
eventuelle indførelse af euroen.
Tekniske overvejelser.**

**Konsekvenser for det danske obligationsmarked i forbindelse med
Danmarks eventuelle indførelse af euroen. Tekniske overvejelser.**

Tryk: Schultz Grafisk
Papir: Scandia 2000, 115 g
Oplag: 2.000
ISBN: 87-87251-24-8
(Online): 87-87251-25-6

Danmarks Nationalbank
Havnegade 5
1093 København K
Telefon 33 63 63 63
Telefax 33 63 71 15
Internet: www.nationalbanken.dk

Henvendelser vedrørende rapporten kan rettes til Danmarks Nationalbank, Kapitalmarkedssafdelingen på e-mail: kma@nationalbanken.dk.

Redaktionen er afsluttet den 10. januar 2000.

Forord

Nationalbanken udsendte i sommeren 1998 en rapport med titlen "ØMUens konsekvenser for det danske obligationsmarked og håndteringen af euro i dansk betalingsformidling". Formålet med rapporten var at belyse konsekvenserne for det danske kapitalmarked af, at 11 af EUs 15 medlemslande indtrådte i ØMUens tredje fase den 1. januar 1999. Rapporten var udarbejdet på baggrund af drøftelser i to arbejdsgrupper med repræsentanter fra den finansielle sektor. Den ene arbejdsgruppe analyserede ØMUens konsekvenser for det danske obligationsmarked, og den anden arbejdsgruppe analyserede håndteringen af euro i den danske betalingsformidling.

Økonomiministeriet har den 1. december 1999 forelagt en redegørelse for overgangen til euro i tilfælde af dansk deltagelse. Den giver et bud på, hvor lang tid det vil tage at gennemføre en eventuel omstilling fra kroner til euro i Danmark. Herved følges der op på en række spørgsmål fra Folketinget til økonomiministeren i løbet af foråret 1999. I lyset af Økonomiministeriets arbejde med redegørelsen for overgangen til euro i tilfælde af dansk deltagelse nedsatte Nationalbanken en arbejdsgruppe, der skulle følge op på rapporten fra sommeren 1998.

Arbejdsgruppen har behandlet spørgsmålet om konsekvenserne for det danske obligationsmarked i tilfælde af dansk indtræden i eurosamarbejdet. Det er navnlig spørgsmålet om redenominering af cirkulerende obligationer, som har været genstand for arbejdsgruppens overvejelser. Det er overvejelserne og konklusionerne fra diskussionen af dette emne, som præsenteres i denne rapport.

Arbejdsgruppen har holdt 4 møder og haft deltagelse af repræsentanter fra Børsmæglerforeningen, Finansministeriet, Finansrådet, Finanstilsynet, Københavns Fondsbørs, Nationalbanken, Realkreditrådet, Værdipapircentralen og Økonomiministeriet.

INDHOLDSFORTEGNELSE

1	Sammenfatning.....	7
1.1	Regulering af redenomineringsprocessen.....	8
1.2	Metode, omfang og tidspunkt for redenominering.....	9
1.3	Forberedelse af redenomineringsprocessen.....	11
2	Hvad er redenominering?.....	12
3	Redenominering ved indtræden i eurosamarbejdet	14
4	Valg af redenomineringsmetode	17
4.1	De forskellige metoder	17
4.2	Erfaringer fra de nuværende eurolande	20
4.3	Valg af redenomineringsmetode for Danmark	21
5	Lovgrundlag for redenominering	23
5.1	Dansk redenomineringslov	24
6	Omfanget af en redenominering	26
7	Den praktiske gennemførelse af en redenominering	29
7.1	En eventuel dansk indtræden omkring et årsskifte.....	30
7.2	En eventuel dansk indtræden på et andet tidspunkt end et årsskifte.....	31
7.3	Redenominering af erhvervsobligationer m.m.	32
8	Skattemæssig behandling ved redenominering	33
9	Tilpasninger hos Københavns Fondsbørs.....	33
10	Forberedelsen af redenominering i forbindelse med Danmarks eventuelle indtræden i euroen	34

BILAG

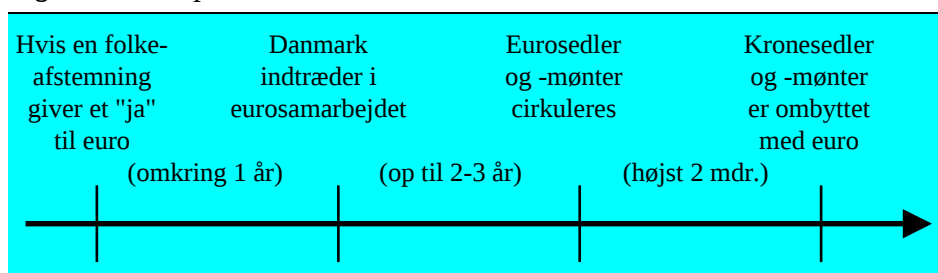
Deltagere i arbejdsgruppen	35
----------------------------------	----

1 Sammenfatning

Formålet med arbejdsgruppen har været at analysere tekniske aspekter af betydning for det danske obligationsmarked i tilfælde af indførelse af euroen i Danmark. Arbejdsgruppen har ikke diskuteret, hvorledes andre dele af det danske kapitalmarked bliver berørt i tilfælde af dansk deltagelse i eurosamarbejdet. Arbejdsgruppen har således ikke analyseret konsekvenserne af indførelse af euroen for aktiemarkedet, markedet for FUTOP-kontrakter eller markederne for pantebreve og andre ikke-børs-handlede produkter.

Arbejdsgruppens vurderinger og anbefalinger tager udgangspunkt i Økonomiministeriets "Redegørelse for overgangen til euroen i tilfælde af dansk deltagelse". Økonomiministeriets rapport blev offentliggjort den 1. december 1999. I henhold til rapporten afsættes der omkring 1 år fra en folkeafstemning, der resulterer i et "ja" til euroen, til Danmark kan indtræde i eurosamarbejdet, og valutakursen mellem danske kroner og euro låses fast. Fra tidspunktet for en eventuel dansk deltagelse i eurosamarbejdet skønnes det at tage yderligere op til 2-3 år, før eurosedler og -mønter cirkuleres. Endelig er der i redegørelsen afsat mellem 4 uger og 2 måneder fra cirkulationen af eurosedler og -mønter, før danske kroner tages endeligt ud af cirkulation, og kroner ophører med at være lovligt betalingsmiddel. Tidsplanen er skitseret i figur 1 nedenfor¹.

Figur 1: Tidsplan



¹ Som det også fremgår af Økonomiministeriets redegørelse, er det pengeinstitutsektorens egen vurdering, at det fra afstemningsdagen vil tage 1½-2 år, før alle pengeinstitutter vil have foretaget de omfattende ændringer i IT-systemerne, der kræves for i større omfang at håndtere euro på samme måde som kroner. Hertil kan tilføjes, at pengeinstitutterne venter at få brug for ½-1 år efter deltagelse i eurosamarbejdet og indtil cirkulationen af eurosedler og -mønter.

I de nuværende eurolande blev kursen mellem de nationale valutaer og den nye valuta "euroen" låst fast den 31. december 1998 og eurosamarbejdet igangsat med virkning fra 1. januar 1999. Først fra 1. januar 2002 bliver euroen introduceret i form af sedler og mønter, hvorefter sedler og mønter i de nationale valutaer tages ud af cirkulation.

Det er navnlig spørgsmålet om redenominering af cirkulerende obligationer, som har været genstand for arbejdsgruppens overvejelser. Det er overvejelserne og konklusionerne fra diskussionen af dette emne, som præsenteres i denne rapport.

Redenominering dækker over en række aspekter i forbindelse med en eventuel omlægning af obligationer fra kroner til euro. Arbejdsgruppen har med baggrund i erfaringerne fra de nuværende eurolande diskuteret de tekniske aspekter ved redenominering, herunder også behovet for regulering i form af vedtagelse af en særlig EU-forordning og vedtagelse af en national redenomineringslov.

I de nuværende eurolande er redenomineringsprocessen forløbet gnidningsfrit. En vigtig faktor har været, at der på et tidligt tidspunkt blev truffet beslutning om redenomineringsmetode samt nødvendig lovgivning. Et af formålene med denne rapport er at skabe den fornødne afklaring af centrale spørgsmål i relation til en eventuel redenominering af danske obligationer.

Arbejdsgruppen har diskuteret:

- ♦ Regulering af redenomineringsprocessen.
- ♦ Forskellige metoder til redenominering.
- ♦ Omfanget af obligationer som redenomineres.
- ♦ Tidspunkt for gennemførelse af en redenominering.
- ♦ Forberedelsen af en redenominering.

1.1 Regulering af redenomineringsprocessen

Redenomineringsprocessen i de nuværende eurolande er reguleret af en EU-rådsforordning med hjemmel i Amsterdam-traktatens artikel 123(4) (tidligere artikel 109l(4)), som kun gælder i eurolandene, samt af en forordning med hjemmel i Amsterdam-traktatens artikel 308 (tidligere artikel 235), som gælder i alle EU-landene.

Eurolandene kan i henhold til artikel 123(4)-forordningen træffe foranstaltninger til at redenominere den offentlige sektors gældsinstrumenter samt give den ikke-offentlige sektor mulighed for at redenominere bestemte former for gældsinstrumenter. Artikel 308-forordningen sikrer en videreførelse af alle øvrige kontraktvilkår end henvisninger til national valuta og fastslår dermed princippet om kontraktkontinuitet.

Arbejdsgruppen lægger til grund, at redenominering i forbindelse med en eventuel indførelse af euroen i Danmark sker under samme overordnede rammer som dem, der har reguleret de nuværende eurolandes introduktion af euroen. Arbejdsgruppen vurderer, at der vil blive behov for:

- ♦ at gennemføre en forordning om det retlige grundlag, som tager hensyn til de ovennævnte forhold.

I alle de nuværende eurolande med undtagelse af Luxembourg har man vedtaget nationale redenomineringslove. Det er sket for at skabe den fornødne klarhed omkring redenomineringsprocessen. Arbejdsgruppen vurderer, at der også i Danmark vil blive behov for:

- ♦ at vedtage supplerende national lovgivning om redenominering.

Loven bør angive redenomineringsmetoden for statspapirer og give andre offentlige samt private udstedere ret til at redenominere efter samme metode. Det er den enkelte udsteder, der træffer beslutning om redenominering.

1.2 Metode, omfang og tidspunkt for redenominering

Redenominering kan enten ske med udgangspunkt i den enkelte obligationsejers beholdning af en given obligation, eller på grundlag af de enkelte obligationers mindstedenomination. De to metoder er benævnt hhv. "bottom-up"-metoden og "top-down"-metoden. De fleste af de nuværende eurolande har valgt at redenominere efter "bottom-up"-metoden med afrunding af de omregnede beløb til eurocent. I tilfælde af dansk indtræden i eurosamarbejdet anbefaler arbejdsgruppen,

- ♦ at redenominering sker efter "bottom-up"-metoden med afrunding til nærmeste eurocent.

Redenominering af danske kroneobligationer til euro bør ske straks ved en eventuel indtræden i eurosamarbejdet for hurtigt og effektivt at skabe et stort likvidt marked for danske euroobligationer til fordel for såvel låntagere som investorer. Arbejdsgruppen anbefaler:

- ♦ at redenominering af statspapirer og realkreditobligationer sker samlet ved indtræden i eurosamarbejdet.

Beslutning om redenominering træffes af den enkelte udsteder. Det er hensigten, at alle statspapirer – formentlig med undtagelse af præmieobligationer – samt alle realkreditobligationer redenomineres.

Omkring et årsskifte er den finansielle sektor optaget af årsafslutningsopgaver, der i sig selv lægger beslag på store edb-ressourcer. Arbejdsgruppen vurderer, at der omkring et årsskifte ikke vil være tilstrækkelig edb-kapacitet til samtidig at foretage en samlet redenominering af statspapirer og realkreditobligationer.

Hvis Danmark indtræder i eurosamarbejdet omkring et årsskifte eller på et andet tidspunkt, hvor antallet af lukkedage i Værdipapircentralen ikke muliggør en samlet redenominering, anbefaler arbejdsgruppen:

- ♦ at der indføres én eller flere ekstraordinære lukkedage i VP-systemet.

Hvis der ikke kan gennemføres en samlet redenominering af statspapirer og realkreditobligationer, fx fordi det ikke kan lade sig gøre at indføre en ekstraordinær lukning af VP-systemet, anbefaler arbejdsgruppen:

- ♦ at statspapirerne redenomineres straks ved en indtræden i eurosamarbejdet, og at realkreditobligationer redenomineres samlet kort tid herefter.

Også for andre offentlige udstedere kan det være hensigtsmæssigt at redenominere kort tid efter en indtræden i eurosamarbejdet.

Det må forventes, at ikke alle udstedere af erhvervsobligationer vil have taget endelig beslutning om redenominering før en eventuel dansk indtræden i eurosamarbejdet. Arbejdsgruppen anbefaler:

- ♦ at der åbnes mulighed for redenominering af erhvervsobligationer i en nærmere fastsat periode efter en indtræden i eurosamarbejdet.

Værdipapircentralen fastlægger rammerne for den praktiske gennemførelse i samarbejde med de øvrige parter i sektoren.

1.3 Forberedelse af redenomineringsprocessen

I Økonomiministeriets redegørelse afsættes der omkring 1 år fra en folkeafstemning, der resulterer i et "ja", til Danmark kan indtræde i euro-samarbejdet.

I perioden frem til dansk indtræden skal Værdipapircentralen, udstederne og pengeinstitutterne som forberedelse af en redenominering gennemføre en række systemtilpasninger. Udstederne skal desuden fastlægge udstedelsesstrategi, og der skal skabes det nødvendige retsgrundlag for en redenominering.

2 Hvad er redenominering?

Ved redenominering af et værdipapir ændres valutaangivelsen fra én valuta til en anden, i Danmarks tilfælde fra kroner til euro. Ændringen i valutaangivelse medfører ingen ændringer i værdipapirets økonomiske værdi eller dets øvrige vilkår.

Redenominering kræver en række ændringer i handels- og registrerings-systemer. Der skal ved en redenominering ske omregistrering i værdipapirregistre, så papirernes pålydende ændres fra national valuta til euro, ligesom depotkonti skal omlægges fra national valuta til euro. Samtidig skal handelssystemer indrettes, så handel i redenominerede papirer kan ske i euro.

For de nuværende 11 eurolande gælder, at obligationer og anden form for gæld overgår til forpligtelser i euro, senest når cirkulationen af eurosedler og -mønter påbegyndes den 1. januar 2002. For både offentlige og private obligationsudstedere gælder, at hvis de vælger ikke at redenominere deres gæld inden da, skal enhver henvisning til national valuta i obligationsvilkårene læses som en henvisning til euro. Udstederne har ikke nogen forpligtelse til at foretage redenominering.

Fra eurosedler og -mønter sættes i cirkulation, kan elektronisk betaling af renter og afdrag til investorerne alene ske i euro. Der vil dog stadig i en periode herefter kunne ske betaling med danske kronesedler og -mønter. Indberetninger til offentlige myndigheder vil ligeledes ske i euro, uanset om de relaterer sig til tidligere redenominerede værdipapirer eller ej.

For elektronisk registrerede værdipapirer, der ikke er blevet redenomineret inden overgangsperiodens udløb, skal clearingcentralerne og de konførende institutter foretage den nødvendige omregning mellem national valuta og euro. Det kan være hensigtsmæssigt, at der i forbindelse med vedtagelsen af en national redenomineringslov fastsættes præcise bestemmelser for håndteringen af papirer, som ikke er blevet redenomineret før cirkulationen af eurosedler og -mønter.

For fysiske papirer sker der ingen omregistrering. Papirerne vil fortsat have en værdiangivelse i national valuta, som efter cirkulationen af euro-

sedler og -mønter skal læses som en euroværdi. Efter cirkulationen af eurosedler og -mønter ophører de nationale valutaenheder med at være en underopdeling af euro, således at valutaen alene udtrykkes i euro². Derfor lægges det til grund, at handler, som indgås efter denne dato, indgås i euro.

Det betyder, at hvis et fysisk værdipapir angiver at have en værdi af eksempelvis 100 nationale valutaenheder, er værdipapiret efter cirkulationen af eurosedler og -mønter reelt et eurokrav svarende til euroværdien af 100 nationale valutaenheder. Ønsker indehaveren af værdipapiret at sælge det efter, at cirkulationen af eurosedler og -mønter er påbegyndt, sælges det på baggrund af euroværdien.

² Der ses i denne sammenhæng bort fra, at sedler og mønter i danske kroner fortsat cirkulerer i en begrænset periode.

3 Redenominering ved indtræden i eurosamarbejdet

I de nuværende 11 eurolande skulle den offentlige sektors indenlandske låntagning straks fra eurosamarbejdets ikrafttræden den 1. januar 1999 foretages i euro som fastlagt i EU-formandskabets konklusioner fra Madrid-topmødet 15.-16. december 1995. Det må forventes, at der vil gælde tilsvarende regler for Danmark i tilfælde af dansk indtræden i eurosamarbejdet.

Eurolandene har valgt at redenominere størstedelen af den offentlige sektors omsættelige gæld straks ved indtræden i eurosamarbejdet. Det er sket for at sikre likviditeten i de udestående papirer og for hurtigt at opbygge et stort marked for europapirer. Redenominering har desuden været en forudsætning for fortsat udstedelse i åbne papirer, jf. kravet til offentlige udstedere om udstedelse i euro straks fra starten af eurosamarbejdet. Redenomineringsprocessen i de nuværende eurolande er kort beskrevet i boks 1.

Der har i arbejdsgruppen været enighed om, at redenominering af danske obligationer bør ske på tidspunktet for indtræden i eurosamarbejdet. En meget betydelig andel af danske stats- og realkreditobligationer ejes af udenlandske investorer. Udlandets ejerandel af danske statspapirer i kroner har gennem en årrække ligget på omkring 40 pct. Interessen for real-

Boks 1: Redenomineringsprocessen i de nuværende eurolande

Redenomineringen af cirkulerende statsobligationer i eurolandene er blevet knyttet sammen med en række andre tilpasninger i obligationsvilkårene. Behovet for disse tilpasninger er i et vist omfang bestemt af valget af redenomineringsmetode. Redenomineringsprocessen i forbindelse med overgangen til ØMUens 3. fase har bestået af følgende elementer:

- ♦ *Redenomineringsmetode.* Valg af fremgangsmåde ved omregning af obligationer fra national valuta til euro.
- ♦ *Afrunding.* Valg af princip for afrunding af de redenominerede obligationer.
- ♦ *Renominalisering.* Vurdering af behovet for renominalisering af de redenominerede obligationer. Herved forstås, at papirets mindstedenomination ændres til runde euroværdier, eksempelvis 10 eller 100 euro.
- ♦ *Rekonventionering* af de cirkulerende obligationer. Dette vedrører især ændring af markedskonventioner for beregning af vedhængende rente ved handel med obligationer. Se også boks 2.
- ♦ *Lovgivning.* Vedtagelse af nationale redenomineringslove.

kreditobligationer blandt udenlandske investorer har gennem de senere år været stigende og udgør med udgangen af 3. kvartal 1999 mere end 10 pct. af de cirkulerende realkreditpapirer. Omsætningen af danske obligationer sker i skarp konkurrence med obligationer fra andre europæiske udstedere.

Med en eventuel indførelse af euroen i Danmark forventes konkurrencen fra andre europæiske udstedere at skærpes yderligere. Det er derfor væsentligt, at forholdene omkring det danske obligationsmarked afspejler forholdene på de internationale finansmarkeder. Det vurderes af arbejdsgruppen, at det kan påvirke udenlandske investorerers efterspørgsel negativt, hvis danske obligationer fortsætter som kronedenominerede papirer efter, at valutakursen mellem kroner og euro er låst fast. En redenominering vil lette investorernes håndtering af danske obligationer og bidrage til at fastholde udlandets interesse for det danske obligationsmarked.

Ligesom i en del andre lande er det en central del af statens udstedelsesstrategi at opbygge store likvide serier, da der herved opnås en likviditetspræmie, og låneomkostningerne reduceres. Statens finansieringsbehov dækkes ved løbende udstedelse i få obligationsserier. Serien opbygges gradvist til et niveau, som sikrer, at investorerne kan købe og sælge ganske store beløb, uden at dette i sig selv påvirker handelskursen.

Arbejdsgruppen forudsætter, at der ved en dansk indtræden i eurosamarbejdet vil gælde tilsvarende regler for den offentlige sektors låntagning, som har været gældende i de nuværende eurolande. Efter en eventuel dansk indtræden i eurosamarbejdet skal offentlige myndigheder med andre ord udstede i euro. Fortsat udstedelse i statens åbne serier kræver derfor, at disse redenomineres straks ved dansk indtræden i eurosamarbejdet.

Andre udstedere end offentlige myndigheder kan fortsat udstede i kroner indtil cirkulationen af eurosedler og -mønter.

Realkreditinstitutterne ønsker, at også realkreditobligationer redenomineres straks efter en dansk indtræden i eurosamarbejdet. Realkreditinstitutterne lægger vægt på, at realkreditobligationerne fortsat skal være attraktive for udenlandske investorer, og at der hurtigt skabes et stort marked for realkreditobligationer i euro. Markedslikviditeten forbedres

ved en redenominering til euro, hvilket skaber bedre afsætningsforhold for danske realkreditobligationer. Dette vil være til gunst for prisdannelsen og dermed fundingomkostningerne og i sidste ende realkreditinstitutternes konkurrenceevne på lånemarkedet.

Arbejdsgruppen lægger tillige vægt på, at der sker en samtidig redenominering af de enkelte realkreditinstitutters obligationer.

4 Valg af redenomineringsmetode

Der eksisterer forskellige metoder til redenominering af cirkulerende obligationer. Valget mellem de forskellige metoder er i høj grad betinget af praktiske forhold vedrørende registreringen af værdipapirer og afviklingen af disse i forbindelse med handler. Valg af metode skal, ud over hensynet til de tekniske muligheder, træffes under hensyntagen til konsekvenserne for obligationsejerne. Samtidig bør der tages udgangspunkt i metodevalg og erfaringer fra de nuværende eurolande.

Erfaringerne fra de nuværende eurolande viser, at det er vigtigt, at der på et så tidligt tidspunkt som muligt træffes beslutning om redenomineringsmetoden for herved at skabe et sikkert grundlag for de efterfølgende forberedelser.

4.1 De forskellige metoder

Overordnet kan der opstilles følgende muligheder³ for omregningen fra nationale valutaenheder til euro og den efterfølgende afrunding af de fremkomne beløb:

Omregning:

- ♦ "Bottom-up"-metoden – for de enkelte fondskoder omregnes hver enkelt investors beholdning pr. depot fra kroner til euro.
- ♦ "Top-down"-metoden – der omregnes fra kroner til euro på grundlag af de enkelte obligationers mindstedenomination.

Afrunding:

- ♦ Til nærmeste euro, eller evt. større beløb, som fx 100 euro.
- ♦ Til nærmeste eurocent.

Ved "bottom-up"-metoden foretages omregningen fra kroner til euro på baggrund af den enkelte investors totale beholdning af en given obligation. Antages det, at der omregnes fra kroner til euro i forholdet 7,46038 kr. pr. euro, svarende til centalkursen i ERM2, giver afrunding til nær-

³ Metoderne er beskrevet mere udførligt i Giovannini-rapporten, EU-Kommissionen (KOM(97)337).

meste hele eurocent maksimalt anledning til en forskel på +/- 4 øre⁴ for den enkelte investors beholdning af en given obligation. Afrundes der i stedet til hele euro, er afrundingen tilsvarende på maksimalt +/- 4 kr. Hvis investoren ejer flere forskellige obligationsserier, kan beløbet i princippet blive lige så mange gange større som antallet af forskellige obligationsserier i investorens portefølje. I praksis opvejer op- og nedrundinger hinanden.

Efter "top-down"-metoden opdeles det samlede udestående i de enkelte obligationer i antal styk baseret på obligationernes mindstestørrelse. Hvert enkelt styk redenomineres, og det resulterende eurobeløb afrundes enten til hele euro eller til eurocent. Hvis en investor eksempelvis ejer for 100.000 kr. af en obligation med en mindstestørrelse på 1.000 kr., svarer dette til, at investor ejer 100 obligationer, som hver især redenomineres. Den samlede afrunding på obligationsejerens beholdning af den givne obligation bliver således på 100 gange maksimalt +/- 4 øre eller +/- 4 kr. afhængig af, om afrunding sker til eurocent eller til hele euro. Såfremt den samlede afrunding reducerer obligationsejerens beholdning af den givne obligationsserie betydeligt, kan det blive nødvendigt at kompensere obligationsejeren enten i form af kontanter eller i form af obligationer.

Med hensyn til afrunding af de redenominerede beløb er det væsentligt, om systemerne til værdipapirregistrering og afvikling af handler kan håndtere decimaler for obligationernes nominelle værdier. Overgangen til matematisk udtrækning af danske realkreditobligationer og af statens serielån med virkning fra den 8. februar 2001 indebærer, at Værdipapircentralens og de kontoførende institutters systemer skal tilpasses, så det fremover bliver muligt at håndtere nominelle beløb med to decimaler. Det vil herefter ikke give anledning til problemer at afrunde til nærmeste eurocent i forbindelse med en redenominering af danske obligationer. Samtidig med overgangen til matematisk udtrækning ændres reglerne for beregning af vedhængende rente. De nye markedskonventioner er beskrevet nærmere i boks 2.

⁴ Den maksimale afrunding er ½ eurocent, svarende til 4 øre.

Boks 2: Ændring af markedskonventioner og procedure for udtrækning

Børsmæglerforeningen, Finansrådet, Nationalbanken og Realkreditrådet har besluttet at ændre markedskonventionerne for beregning af vedhængende rente ved handel med obligationer med virkning fra 8. februar 2001. Selvom markedskonventionerne ændres, vil det fortsat være muligt to handelsparter imellem at aftale afvigelser herfra. Ændringerne af markedskonventionerne for beregning af vedhængende rente består af to elementer:

- ◆ Rentekonventionen på det danske marked ændres fra konventionen 30/360 til faktisk/faktisk. Det betyder, at den vedhængende rente beregnes efter det faktiske antal dage, som er forløbet fra og med sidste terminsdato til valørdatoen for en handel. Den nye konvention er dermed mere nøjagtig end den gamle beregningsmetode.
Ændringen af rentekonventionerne har kun betydning for beregningen af vedhængende rente i forbindelse med køb og salg af obligationer samt ved udbetaling og indfrielse af realkreditlån. Resultatet af beregningen af kuponrente påvirkes ikke af ændringerne. For låntagere vil rentebetalinger for hele terminer foregå som hidtil.
- ◆ Ex-kupon-perioden afskaffes. Det indebærer, at betalingen af kuponrente fremover tilfalder den investor, som har obligationen ved indgangen til terminsdagen. Afskaffelsen af ex-kupon-perioden gælder for obligationer, der ville gå ex-kupon den 8. februar 2001 eller senere. Obligationer, der er gået ex-kupon den 7. februar 2001 eller før, afslutter ex-kupon-perioden som normalt.

Ovenstående ændringer gælder alene for handel med obligationer. Markedskonventionerne for pengemarkedet ændres ikke, da disse allerede følger international standard.

Samtidig med ændringen af konventionerne for beregning af vedhængende rente ændres udtrækningsproceduren for realkreditobligationer og for statens serielån.

Traditionelt har låntagernes afdrag og ekstraordinære indfrielse været tilbageført til obligationsejerne via en udtrækningsprocedure baseret på lodtrækning. Denne procedure ændres til en rent matematisk model, hvor der trækkes på øre/eurocent og med almindelig afrunding af marginale restbeløb. Dvs. at alle investorer i fremtiden vil få samme relative andel af deres obligationsbeholdning udtrukket.

Ændringen af udtrækningsproceduren kræver, at Værdipapircentralen fremover bliver i stand til at håndtere nominelle obligationsbeløb med to decimaler. Det er ikke tilfældet i dag, og derfor foregår der for øjeblikket et arbejde med at tilpasse Værdipapircentralens systemer til den nye udtrækningsprocedure.

4.2 Erfaringer fra de nuværende eurolande

Næsten alle de nuværende eurolande har redenomineret efter "bottom-up"-metoden med afrunding til eurocent, jf. tabel 1. Kun Østrig og Italien har valgt at redenominere efter "top-down"-metoden. Holland og Frankrig har valgt at afrunde til nærmeste euro. For Hollands vedkommende skyldes dette, at man af omkostningshensyn ikke har ønsket at tilpasse værdipapirafviklingssystemerne til at kunne håndtere decimaler.

Eurolandenes valg af redenomineringsmetode har primært været betinget af de praktiske forhold omkring papirernes registrering, indretningen af værdipapirafviklingssystemer og behovet for systemmæssige tilpasninger blandt banker og andre markedsdeltagere. Uanset valget af redenomineringsmetode har alle eurolande gennemført redenomineringen af cirkulerende statspapirer, uden at det har givet anledning til problemer.

Tabel 1: Redenominering i eurolandene

Land	Niveau for redenominering	Afrunding af nominelle værdier	Udbetaling af restbeløb	Brug af decimaler i afviklingssystemer efter 1. januar 1999
Belgien	Individuelle beholdninger	Eurocent	Nej	Ja
Finland	Individuelle beholdninger	Eurocent	Nej	Ja
Frankrig	Individuelle beholdninger	Euro	Ja	Ja
Holland	Individuelle beholdninger	Euro	Muligt	Nej
Irland	Individuelle beholdninger	Eurocent	Nej	Ja
Italien	Obligations-niveau	Eurocent	Nej	Ja
Luxembourg..	Individuelle beholdninger	Eurocent	Nej	Ja
Portugal	Individuelle beholdninger	Eurocent	Nej	Ja
Spanien	Individuelle beholdninger	Eurocent	Nej	Ja
Tyskland	Individuelle beholdninger	Eurocent	Nej	Ja
Østrig	Obligations-niveau	Eurocent	Nej	Ja

Kilde: EU-Kommissionen.

4.3 Valg af redenomineringsmetode for Danmark

Redenominering bør ske efter samme metode for alle obligationer. Dels er det omkostningsfyldt for Værdipapircentralen at skulle redenominere efter forskellige principper, dels kan redenominering efter forskellige principper give anledning til usikkerhed blandt markedsdeltagerne.

Arbejdsgruppen anbefaler, at redenominering af danske obligationer sker efter "bottom-up"-princippet med afrunding til nærmeste hele eurocent.

Metoden har været anvendt i de fleste af de nuværende eurolande, herunder Tyskland. Metoden vil være velkendt af de internationale investorer, som ejer en væsentlig del af de danske obligationer. Desuden vil de internationale clearingcentraler som Euroclear og CEDEL have erfaring med denne metode og må forventes at kunne håndtere redenominering af de danske obligationer forholdsvis nemt.

For det andet giver "bottom-up"-metoden med afrunding til nærmeste eurocent et meget beskedent omfang af spidser, og den samlede afrundingsdifference for de enkelte obligationsserier er forholdsvis beskedent. Det fremgår af tabel 2, hvor afrundingsdifferencen for fem udvalgte obligationsserier vises. Som det ses, indebærer afrundingen for den store realkreditobligation, der er benyttet i beregningen, en merudstedelse på kun 7,08 kr. Tilsvarende reduceres det nominelle udestående i statsobligationen med 12,91 kr. Dette skal ses i forhold til et samlet udestående på knap 53 mia.kr.

I tabel 3 er vist beregningen af ændringen i udestående for statsobligationen. Som det også fremgår af tabellen, er ændringen i det enkelte depot

Tabel 2: Samlet afrunding for fem udvalgte obligationsserier

Obligation	Udestående mængde i millioner kroner	Samlet afrunding i kroner
Stor likvid statsobligation	52.605,0	-12,91
Stor likvid realkreditobligation	41.167,3	7,08
Lille realkreditobligation	40,9	0,08
Lille realkreditobligation	71,1	-0,07
Ældre realkreditobligation	0,4	0,00

Anm.: + angiver en merudstedelse, - angiver en mindreudstedelse.

Tabel 3: Beregning af spidser ved redenominering af statsobligation efter "bottom-up"-metoden med afrunding til eurocent

Nom. i kroner	Antal konti	Nom. i euro	Nom. i kroner efter redenominering	Spidser pr. depot i kroner	Spidser for alle depoter med denne beholdning
1.000	48	134,48	1.000,0336	0,03	1,44
2.000	43	268,95	1.999,9929	-0,01	-0,43
3.000	37	403,43	3.000,0265	0,03	1,11
4.000	62	537,90	3.999,9858	-0,01	-0,62
5.000	84	672,38	5.000,0194	0,02	-1,68
:	:	:	:	:	:
:	:	:	:	:	:
52.605.000.000	12.557	6.758.802.765			-12,91

uafhængig af depotets størrelse. Den maksimale ændring udgør som tidligere nævnt +/- 4 øre.

Arbejdsgruppen vurderer, at der ikke er behov for at foretage betalingsudveksling i forbindelse med en redenominering af danske obligationer efter "bottom-up"-metoden kombineret med afrunding til eurocent. Dette svarer i øvrigt til erfaringerne fra de nuværende eurolande, der har afrundet til eurocent i forbindelse med redenomineringen. Kun Holland og Frankrig, der begge har afrundet til nærmeste hele euro, har givet mulighed for, at investorerne kan få udbetalt eventuelle restbeløb af de kontoførende banker. I Holland har de kontoførende banker af praktiske grunde valgt at runde kundernes depoter op og nedskrive egenbeholdningen tilsvarende. Ifølge den hollandske statsgældsadministration har depotbankerne ikke søgt kompensation fra staten for de tab, de har lidt i denne forbindelse. Der har i det hollandske tilfælde været tale om ubetydelige beløb.

5 Lovgrundlag for redenominering

Eurolandenes adgang til at redenominere er reguleret ved en Rådsforordning udstedt med hjemmel i Amsterdam-traktatens artikel 123(4) (tidligere artikel 109l (4)). Det følger af forordningen, at et euroland kan træffe foranstaltninger til at redenominere den offentlige sektors⁵ gæld samt give den private sektor mulighed for at redenominere obligationer og andre former for gældsinstrumenter, der omsættes på kapital- og pengemarkeder. Ikke-offentlige udstederes adgang til at redenominere forudsætter, at offentlige udstedere har redenomineret deres indenlandske gæld – helt eller delvist. Redenomineringen sker til den omregningskurs, der fastsættes i medfør af Amsterdam-traktatens artikel 123(5).

Forordningen regulerer forhold vedrørende de nuværende eurolandes overgang til euroen og er vedtaget med enstemmighed blandt disse lande. Forordningen kan ikke umiddelbart anvendes i forbindelse med, at nye lande indtræder i eurosamarbejdet.

Artikel 308-forordningen (tidligere artikel 235) var den første forordning, der blev vedtaget vedrørende indførelsen af euroen. Forordningen udstikker de grundlæggende rammer for, hvorledes eksisterende aftaler påvirkes af indførelsen af euroen. I forordningen opstilles en formodningsregel om, at indførelsen af euro ikke ændrer betingelserne i en aftale og ikke giver parterne ret til ensidigt at ændre eller bringe en aftale til ophør, medmindre andet fremgår af kontraktvilkårene. Det betyder, at vilkår som rente, forfaldsdage osv. ikke påvirkes af indførelsen af euro, herunder en eventuel redenominering. Forordningen er vedtaget med enstemmighed og gælder i alle EUs medlemsstater.

Arbejdsgruppen lægger til grund, at redenominering i forbindelse med en eventuel indførelse af euroen i Danmark vil ske under tilsvarende overordnede rammer som dem, der har reguleret de nuværende medlemslandes introduktion af euroen.

⁵ Offentlig sektor er defineret i ESA-forordningen, der er en statistik-forordning, som regulerer opgørelsen af EU-landenes nationalregnskab. I Danmark omfatter offentlig sektor staten, primær- og amtskommuner, samt offentlige sociale kasser og fonde.

5.1 Dansk redenomineringslov

Efter artikel 8 i 123(4)-forordningen kan eurolandene træffe de foranstaltninger, som er nødvendige for at kunne redenominere. Forordningen forudsætter med andre ord en vis form for supplerende national regulering uden at tage stilling til, om reguleringen skal ske via lovgivning. Ved en lovregulering af redenomineringsprocessen skabes klarhed over rammerne for redenomineringen, samtidig med at investorerne sikres en ensartet behandling. Arbejdsgruppen vurderer, at der bør vedtages en dansk redenomineringslov, såfremt Danmark tiltræder euroen.

Af de nuværende 11 eurolande har alle med undtagelse af Luxembourg gennemført særskilt lovgivning om redenominering. Formålet med lovgivningen har været at skabe klarhed over redenomineringsprocessen, herunder at angive en metode for redenominering af obligationer for såvel offentlige som ikke-offentlige udstedere.

Med inspiration i den lovgivning, som de nuværende eurolande har vedtaget i relation til redenominering, finder arbejdsgruppen endvidere, at loven bør regulere redenominering af den offentlige sektors gæld.

Afhængig af tidspunktet for og de nærmere omstændigheder ved et dansk euromedlemskab bør loven endvidere regulere spørgsmålet om redenominering af gæld udstedt i henhold til dansk ret men i andre eurolandes valutaenheder. Redenominering i en sådan situation må dog forudsætte, at det pågældende land har redenomineret hele eller dele af den indenlandske gæld. Bestemmelsen har kun relevans, hvis Danmark tiltræder euroen sammen med andre lande, eller hvis de nuværende eurolande ikke endeligt har afskaffet deres respektive nationale valutaenheder. Gæld i tredjelandes valuta berøres ikke af ØMUen og kan derfor ikke redenomineres.

En redenomineringslov bør også angive redenomineringsmetoden (fx "top-down"- eller "bottom-up"-metoden), og hvorledes der afrundes (til hele euro eller eurocent). Loven bør samtidig fastslå private udsteders ret til at redenominere efter samme metode som de offentlige udstedere.⁶

⁶ Hvis en privat udsteder ønsker at redenominere efter andre principper end dem, der er angivet i loven, må redenomineringsmetoden opnås ved aftale. En sådan aftale kan bl.a. ske ved afholdelse af "bondholders meeting", hvor metodevalget godkendes af investorerne. Alternativt kan en udsteder angive en specifik redenomineringsmetode i obligationsvilkårene allerede ved udstedelsen.

Det kan derudover være hensigtsmæssigt ved lov at fastsætte minimums-krav til den information, der skal tilgå investorerne. Der kan fx fastsættes krav om, at en påtænkt redenominering offentliggøres på bestemt måde og på et bestemt tidspunkt, inden redenomineringen gennemføres. Desuden kan der stilles krav til meddelelsens indhold i form af angivelse af fondskode og redenomineringsmetode. Lovgivning om information af investorerne er især relevant, hvis obligationsvilkårene ikke regulerer spørgsmålet om investorinformation.

En del af de nuværende eurolande har i deres lovgivning bestemt, at spørgsmål om redenominering skal indbringes for domstolene inden for 1 år efter, at redenomineringen er gennemført. Samtidig har flere af landene valgt at begrænse domstolsprøvelsen til nogle få forhold: om den redenominerede gæld er omfattet af loven, om redenomineringen er udelukket i obligationsvilkårene, eller om redenomineringen ikke respekterer redenomineringslovens bestemmelser. Det må vurderes, om en dansk redenomineringslov skal indeholde lignende bestemmelser.

Som tidligere nævnt er det besluttet at ændre metode for beregning af vedhængende rente for handler i det sekundære marked med virkning fra 8. februar 2001. Det blev i denne forbindelse konkluderet, at ændringen for statsobligationers og realkreditobligationers vedkommende kunne gennemføres uden lovgivning, idet obligationsvilkårene henviser til gældende markedskonventioner. Det er ikke generelt tilfældet for erhvervsobligationer. Det kan overvejes, om en dansk redenomineringslov skal sikre, at udstedere af erhvervsobligationer samtidig får mulighed for at ændre obligationsvilkårene til gældende markedskonventioner.

Arbejdsgruppen har desuden diskuteret, om en redenomineringslov skal regulere, hvorledes omregningen fra kroner til euro skal foretages for de værdipapirer, som ikke er blevet redenomineret inden cirkulationen af eurosedler og -mønter. Spørgsmålet er ikke afklaret.

Endvidere udestår en undersøgelse af, om indførelse af en ekstra lukkedag i Værdipapircentralen medfører afledte problemer for den finansielle sektor, der kræver særskilt lovgivning, jf. afsnit 7.

Endelig skal det afklares, hvorledes redenomineringslovgivningen påvirker balanceprincippet for realkreditinstitutter og det forhold, at de udestående realkreditlån indeholder direkte reference til obligationssiden.

6 Omfanget af en redenominering

Der er i eurolandene stor forskel på, hvor stor en andel af statsgælden de enkelte lande har valgt at redenominere. Tabel 4 viser redenomineringsomfanget for de statslige udstedere i de nuværende eurolande. Forskellene hænger til dels sammen med, at obligationerne i flere lande i en vis udstrækning fortsat er papirbaserede. Redenominering af papirbaserede obligationer er mere omkostningskrævende end redenominering af dematerialiserede, dvs. edb-registrerede, obligationer. Flere lande har derfor valgt ikke at redenominere papirbaserede obligationer.

For den del af et lands gæld, der ikke handles eller kun handles i beskedent omfang, er fordelene ved redenominering begrænsede. Som det fremgår af tabel 4, har ingen af de nuværende eurolande redenomineret den ikke-omsættelige del af statsgælden.

Flere lande har desuden undladt at redenominere skatkammerbeviser (treasury bills) og obligationer med kort restløbetid.

I Danmark er over 99 pct. af den indenlandske statsgæld dematerialiseret. Det er hensigten at redenominere denne del af statsgælden ved ind-

Tabel 4: Redenomineringsomfanget for statspapirer i de nuværende eurolande

Land	Omsættelig gæld i national valuta i pct. af den totale gæld i national valuta	Heraf redenomineret	Ikke-omsættelig gæld i national valuta i pct. af den totale gæld i national valuta	Heraf redenomineret
Belgien	96	81	4	0
Finland	95	77	5	0
Frankrig.....	89	100	11	0
Holland.....	91	95	9	0
Irland	83	100	17	0
Italien	88	100	12	0
Luxembourg..	97	84	0	0
Portugal.....	73	86	28	0
Spanien.....	94	100	6	0
Tyskland.....	86	97	14	0
Østrig.....	74	99	27	0

Kilde: EU-Kommissionen.

træden i eurosamarbejdet. Kun præmieobligationer er udstedt i form af papirbaserede gældsbeviser. Det kan vise sig unødigt omkostningskrævende at redenominere statens præmieobligationer, og fordelene ved redenomineringen er formentlig beskedne. Det understøttes af, at staten ikke længere udsteder præmieobligationer.

Med hensyn til statens udenlandske gæld blev det allerede i forbindelse med eurosamarbejdets start overvejet, om statens udenlandske gæld skulle redenomineres. Statens udenlandske gæld består af en række lån med et forholdsvis beskedent udestående. Papirerne handles kun sjældent. Det blev vurderet, at fordelene ved redenominering givet obligationernes ringe likviditet ikke ville overstige omkostningerne forbundet med den praktiske gennemførelse af redenomineringen. Derfor blev redenominering af udenlandske udstedelser ikke gennemført. En indtræden i eurosamarbejdet ændrer ikke ved denne vurdering.

De kommunale og andre offentlige myndigheder skal ligesom staten udstede i euro efter en indtræden i eurosamarbejdet. Der er derfor klare argumenter for, at kommunerne redenominerer deres indenlandske udstedelser.

Det danske marked for realkreditobligationer er et af verdens største. Realkreditinstitutterne har til hensigt at redenominere samtlige serier. Ved at redenominere samtlige serier skabes der forudsætninger for et stort marked for danske realkreditobligationer i euro, hvilket bidrager til en forbedring af markedslikviditeten med reducerede låneomkostninger til følge. Samtidig vil en redenominering af samtlige serier tilgodese forbrugerpolitiske hensyn. For realkreditinstitutternes kunder kan det ved låneomlægning være betydende for kursen, om obligationerne, der opkøbes til indfrielse af de eksisterende lån, er denomineret i kroner eller i euro. Redenominering af samtlige serier sikrer ensartede vilkår for låntagerne.

Beslutning om redenominering af erhvervsobligationer er op til den enkelte udsteder, og det afhænger af en afvejning af fordele og ulemper ved redenominering af den pågældende obligation. Markedet for erhvervsobligationer er i Danmark relativt beskedent, og fordelene ved en redenominering er ikke åbenlyse, som det er tilfældet for statsobligationer og realkreditobligationer. På den anden side kan en redenominering åbne for en øget udenlandsk interesse.

Erhvervsobligationer, som kan redenomineres efter en eventuel dansk lovgivning om redenominering, skal være udstedt i henhold til dansk ret og skal desuden være udstedt i danske kroner eller en anden valuta, som overgår til euro.

Arbejdsgruppen har ikke vurderet behovet for redenominering af pantebreve eller andre papirer, der ikke handles på de officielle børser. Arbejdsgruppen har heller ikke drøftet, hvorledes en redenominering af disse kan gennemføres, hvis der skulle vise sig behov herfor. Udlændinges interesse for pantebreve og lignende er begrænset sammenlignet med interessen for statsobligationer og realkreditobligationer. Givet at pantebreve er små papirer med varierende kreditrisiko og begrænset likviditet, vil pantebrevsmarkedet formodentlig også efter en indtræden i euro-samarbejdet være et rent nationalt marked. Der er derfor forhold, der taler for ikke at redenominere denne type fordringer.

7 Den praktiske gennemførelse af en redenominering

Selve redenomineringen af cirkulerende obligationer skal foretages af Værdipapircentralen, der er den centrale registreringsenhed for danske værdipapirer, jf. boks 3. I Værdipapircentralen skal hver enkelt beholdning af de forskellige obligationer konverteres fra kroner til euro og afrundes til nærmeste eurocent. Oplysningerne om de konverterede beholdninger skal derefter transmitteres til de kontoførende institutter, udstedende institutter og de tilsluttede udlandscentraler. Desuden skal obligationsejerne orienteres om omlægningen af deres beholdninger.

Konverteringen af de enkelte obligationsbeholdninger og den efterfølgende overførsel af data stiller betydelige kapacitetskrav til især Værdipapircentralens og de kontoførende institutters edb-systemer. Kapacitets-

Boks 3: Registrering, clearing og afvikling af værdipapirer

Værdipapircentralen (VP) har overordnet set to hovedfunktioner: Registrering af værdipapirer samt clearing og afvikling af værdipapirhandler.

I Danmark er langt hovedparten af aktier og obligationer dematerialiserede, dvs. registreret elektronisk i VP. De enkelte obligationer identificeres ved deres fondskode eller ISIN-kode. I modsætning til en del andre lande foregår detailbogføringen også i VP. Dvs. at VP registrerer den enkelte investors beholdning af den enkelte obligation i stedet for blot at registrere de kontoførende institutters samlede beholdning og lade disse stå for detailbogføringen. Dette muliggør en central redenominering på depotniveau. Der eksisterer dog også samlekonti i VP. Detailbogføringen af den enkelte investors beholdning sker for disse konti hos depotforvalteren.

VP-systemet er et såkaldt nettoafviklingssystem. De handlende indberetter løbende handler til VP-systemet. Afviklingstiden for en værdipapirhandel er som udgangspunkt $t+3$. Dvs. at handelen afvikles 3 dage efter, at den er indgået. På givne tidspunkter på døgnet opgør VP den enkelte deltagers nettoposition, både for så vidt angår værdipapirer og penge. Nettopositionerne udveksles derefter – for værdipapirernes vedkommende i VP-systemet og for pengenes vedkommende på konti i Nationalbanken.

I 1999 var den registrerede mængde i VP omkring 3.100 mia.kr. opgjort til kursværdi fordelt på 2.372 obligationsserier og 693 aktier, investeringsbeviser mv. Der blev gennemført 3,6 millioner handler. Kursværdien af de afviklede handler var 27.940 mia.kr. Det svarer til en omsætning på ca. 100 mia.kr. om dagen. Antallet af konti var 2,5 millioner stk.

kravene vil være mange gange større, end det var tilfældet i de nuværende eurolande. Det skyldes, at Værdipapircentralen registrerer obligationerne på niveauet for den enkelte investor, mens værdipapircentralerne i en række eurolande registrerer værdipapirerne på niveauet for de depotførende pengeinstitutter. Dermed vil redenomineringen af danske obligationer give anledning til væsentligt større datatransmissioner mellem Værdipapircentralen og pengeinstitutterne, end det var tilfældet i de nuværende eurolande.

De nuværende 11 eurolande valgte alle at redenominere straks ved eurosamarbejdets begyndelse den 1. januar 1999. Redenomineringen blev gennemført over den forlængede weekend omkring årsskiftet. Det betød, at der, fra kurserne mellem de nationale valutaer og euro var fastlåst og offentliggjort torsdag den 31. december 1998 kl. 12.00, til handelssystemerne åbnede mandag den 4. januar, var 3½ dage til rådighed til gennemførelse af redenomineringsprocessen.

Arbejdsgruppen har vurderet mulighederne for gennemførelse af redenominering i Danmark under forskellige antagelser om tidspunktet for en dansk indtræden i eurosamarbejdet. Fælles for alle scenarier er, at redenominering tidligst kan igangsættes, når omregningskursen mellem kroner og euro er offentliggjort.

Udgangspunktet er, at en redenominering bør ske samlet. Det er arbejdsgruppens vurdering, at en samtidig redenominering af statspapirer og realkreditobligationer indebærer en række fordele for alle involverede parter.

7.1 En eventuel dansk indtræden omkring et årsskifte

Hvis Danmark indtræder i euroen omkring et årsskifte, er den finansielle sektor beskæftiget med årsafslutningsopgaver, som i sig selv lægger beslag på store edb-ressourcer. Værdipapircentralen skal desuden håndtere udtrækning og rentebetalinger for en stor del af de toneangivende realkreditobligationer.

En samtidig redenominering af alle obligationsserier kræver, at der indføres en eller flere ekstraordinære lukkedag i VP-systemet. Indførelse af

ekstraordinære lukkedage besluttet af Værdipapircentralen med godkendelse fra Finanstilsynet. Lukning af VP-systemet vil også berøre resten af den finansielle sektor. Pengeinstitutterne vil således i lukkeperioden ikke kunne stille sikkerhed for likviditet i Nationalbanken.

Hvis det viser sig ikke at være muligt at indføre en ekstraordinær lukning af VP-systemet, vil det være nødvendigt at opdele redenomineringen af statsobligationer og realkreditobligationer i to etaper.

Som beskrevet i afsnit 3 er statens og andre offentlige myndigheders fortsatte udstedelse i åbne serier betinget af, at statsobligationerne redenomineres ved indtræden i eurosamarbejdet. Ikke-offentlige udstedere, herunder realkreditinstitutter, er derimod ikke forpligtet til at udstede i euro, så længe danske kroner fortsat eksisterer som lovligt betalingsmiddel. I henhold til EU-lovgivningen har ikke-offentlige udstedere i de nuværende eurolande først kunnet redenominere efter, at den offentlige sektor har redenomineret hele eller dele af sin gæld. Det forudsættes, at der i tilfælde af dansk indtræden i eurosamarbejdet vil gælde tilsvarende regler.

Hvis situationen kræver en opdeling af redenomineringsprocessen, er det derfor naturligt, at en første etape må omfatte redenominering af statsobligationer. Teknisk set vil det være muligt at inkludere de vigtigste realkreditpapirer i en første etape. Realkreditsektoren og pengeinstitutsektoren foretrækker i dette tilfælde ud fra et administrativt synspunkt en samlet redenominering af alle realkreditpapirer så hurtigt som muligt efter, at redenominering af statsobligationer har fundet sted.

7.2 En eventuel dansk indtræden på et andet tidspunkt end et årsskifte

Det er arbejdsgruppens vurdering, at en samtidig redenominering af samtlige obligationer vil være mulig at gennemføre over en weekend eller en helligdagsperiode, såfremt redenomineringen ikke skal ske på et tidspunkt, hvor Værdipapircentralen og de kontoførende institutter er optaget af ultimokørsler.

Hvis indtræden sker på en hverdag, der ikke efterfølges af en weekend eller en helligdagsperiode, vil en samtidig redenominering kræve indførelse af ekstraordinære lukkedage i Værdipapircentralen.

7.3 Redenominering af erhvervsobligationer m.m.

Beslutning om redenominering af erhvervsobligationer træffes af den enkelte udsteder. Det må forventes, at ikke alle udstedere af erhvervsobligationer vil have taget endelig stilling til spørgsmålet om redenominering før en eventuel dansk indtræden i eurosamarbejdet. Der vil være behov for, at redenominering af erhvervsobligationer kan ske i en periode efter, at offentlige udstedere og realkreditsektoren har redenomineret. De nærmere retningslinjer herfor vil i givet fald blive fastlagt af Værdipapircentralen i samarbejde med den øvrige del af sektoren.

8 Skattemæssig behandling ved redenominering

Ved redenominering af obligationer er det nødvendigt med en afklaring af, om redenomineringen betragtes som skattemæssig afståelse. Hvis redenominering sidestilles med et salg af et eksisterende papir og køb af et andet, vil kurstab og kursgevinster være omfattet af kursgevinstlovens regler for behandling af gevinster og tab. I bekræftende fald vil en redenominering have skattemæssige konsekvenser for ejerne af de pågældende obligationer.

I afgørelse af 19. januar 1999 (98-620-69) fra Skatteministeriets Departement er det anført, at en redenominering til euro af et eurolands værdipapirer ikke sidestilles med indfrielse/afståelse og stiftelse af en ny fordring.

Da afgørelsen er møntet på værdipapirer udstedt i de nuværende delta-gerlande i eurosamarbejdet, er der behov for en tilkendegivelse af, hvorvidt en lignende fortolkning vil blive lagt til grund i en situation, hvor danske obligationer redenomineres i forbindelse med indførelse af euroen i Danmark.

9 Tilpasninger hos Københavns Fondsbørs

Omlægningen til matematisk udtrækning med virkning fra 8. februar 2001 indebærer, at der på Københavns Fondsbørs skal tages stilling til, om man vil åbne mulighed for handel med skæve beløb angivet med decimaler (dvs. mængdeangivelse i kroner og øre) i Fondsbørsens handelssystemer. Det må derfor forventes, at der ved en indførelse af euroen i Danmark allerede vil være taget stilling til muligheden for handel med de såkaldte spidser, der opstår ved omlægning af de enkelte investorers obligationsbeholdninger. Hertil kommer, at redenomineringen vil medføre behov for tilpasninger i mindstemængder og kursspring.

Der skal på Fondsbørsen desuden tages stilling til, hvorledes man behandler FUTOP-kontrakter baseret på papirer, der redenomineres.

10 Forberedelsen af redenominering i forbindelse med Danmarks eventuelle indtræden i euroen

Forberedelserne af en eventuel redenominering af danske obligationer vedrører primært tilpasningen af IT-systemer hos Værdipapircentralen, de kontoførende institutter og obligationsudstederne, eller disses edb-centraler. Arbejdet med tilpasninger af IT-systemer består bl.a. i omlægning af kunde- og værdipapirregistre, indretning af handels- og afviklingssystemer, samt udvikling af kommunikationsfaciliteter til håndtering af de datamængder, der på redenomineringstidspunktet skal transmitteres mellem Værdipapircentralen, de kontoførende og de udstedende institutter.

De øvrige forberedelser i forbindelse med en eventuel redenominering omfatter forberedelsen og vedtagelsen af relevante EU-rådsforordninger og national lovgivning, der giver mulighed for redenominering.

Et af formålene med denne rapport er at skabe den nødvendige enighed og klarhed om metoden for redenominering, således at IT-forberedelserne ikke behøver at afvente vedtagelse af den konkrete lovgivning. I flere af de nuværende eurolande blev den nationale lovgivning om redenominering først vedtaget i de sidste måneder af 1998, altså kort før overgangen til ØMUens 3. fase. Da der var klarhed om metodevalg, kunne forberedelsen af IT-systemer ske sideløbende med lovgivningsarbejdet.

Bilag

Medlemmer af arbejdsgruppen

Danmarks Nationalbank:	Ove Sten Jensen, formand Kristian Kjeldsen Tobias Thygesen
Finansministeriet: Økonomiministeriet:	Niels Henrik Toft Thomas Blomgren-Hansen Lotte Møllerup
Finansrådet: Finansrådet/Børsmæglerforeningen: Finanstilsynet: Københavns Fondsbørs: Realkreditrådet:	Lisbeth Grænge Hansen Peter Sortkjær Poul Kjær Poul Erik Egeberg Jan Knøsgaard Mette Saaby Pedersen Niels Hougaard
Værdipapircentralen:	
BRFkredit: Nykredit: Realkredit Danmark:	Anette Rom Henrik Hjortshøj-Nielsen Kirsten M. Fog
Den Danske Bank: Jyske Bank:	Jørgen Odgaard Helle Vibeke Christensen (afløst af Frank Sole Pedersen)
Unibank:	Peter Kaas Glismann Flemming Lindhardt

Sekretariat

Danmarks Nationalbank:	Thomas Anker Anders Matzen Lis Waage
------------------------	--