

Direktionen for
Danske Bank
Holmens Kanal 2-12
1092 København K

29. april 2010

Afgørelse om vægtning af den strukturerede obligation: Valhalla 1

FINANSTILSYNET
Århusgade 110
2100 København Ø

Tlf 33 55 82 82
Fax 33 55 82 00
CVR-nr 10 59 81 84
finanstilsynet@ftnet.dk
www.finanstilsynet.dk

1. Finanstilsynets afgørelse

Danske Bank og BNP Paribas har i brev af 19. oktober 2009 bedt Finanstilsynet bekræfte en fortolkning af kapitaldækningsbekendtgørelsen i forhold til obligationsudstedelser fra Valhalla 1. Fortolkningen medfører, at obligationerne kan nulvægtes som følge af en statsgaranti.

ØKONOMI- OG
ERHVERVS MINISTERIET

Det er Finanstilsynets afgørelse, at obligationer udstedt af Valhalla 1 kan anses som at være dækket af en statsgaranti, og derfor kan nulvægtes efter reglerne for vægtning af eksponeringer garanteret af den danske stat uanset om disse er placeret i eller udenfor handelsbeholdningen.

Denne afgørelse er truffet af Finanstilsynet efter forelæggelse for Det Finansielle Virksomhedsråd. Udgangspunktet efter lov om finansiel virksomhed § 354a er, at afgørelsen offentliggøres. Offentliggørelsen kan udskydes, hvis banken mener, at en offentliggørelse kan skade banken. Finanstilsynets offentliggørelse vil afvente en meddelelse fra banken.

Oplysninger om væsentlige forhold, som kan antages at få betydning for kursdannelsen på bankens aktier, skal hurtigst muligt offentliggøres, jf. § 27 i lov om værdipapirhandel m.v. Offentliggørelsen skal ske i overensstemmelse med reglerne i § 27 a i lov om værdipapirhandel.

2. Sagsfremstilling

Obligationerne udstedes af Valhalla 1 S.A, som er et Luxembourg base-rest SPV. Obligationerne udstedes med sikkerhed i lån til 7 danske banker, hvor den danske stats garanterer for betalingerne til SPV'et.

Betalinger fra de underliggende aktiver i SPV'et (de statsgaranterede lån til regionale pengeinstitutter) går direkte til Principal Paying Agent for SPV'et, BNP Paribas i Paris, som fordeler de indbetalte beløb på hen-

holdsviis de betalinger, der skal sendes videre til forrentning og evt. afdrag på de udstedte obligationer, og de betalinger, der tilfalder SPV'et til honorering af "service providers". Principal Paying Agent holder pengene natten over inden de indbetales på obligationsindehavernes konti.

SPV'et har pantsat både selve låneaftalerne og rettighederne under garantierne direkte til de til enhver tid værende obligationsejere.

BNP Paribas varetager endvidere opgaven som Cash Administration agent. Cash Administration agenten er ansvarlig for at overvåge betalingsstrømmene fra låntagerne til transaktionens opsamlingskonto og at kontakte Finansiell Stabilitet i tilfælde af manglende betalinger på de underliggende lån. Derudover foretager Cash Managements også beregningerne af betalingerne til obligationsindehaverne.

Endelig varetager BNP Paribas opgaven som account bank for SPV'et, hvor midlerne til honorering af "service providers" indgår, samt opgaven som Trustee i et særskilt selskab.

BNP Paribas opgaver er underlagt en A/F1 rating trigger, således at opgaverne skal overføres til et andet institut, hvis BNP Paribas rating falder til under trigger niveauet.

Fitch Rating finder, at risiciene i transaktionen er så begrænsede, at de kan betragte transaktionen som en "pass-through" og risikovurdere de udstedte obligationer på baggrund af ratingen af den danske stat (garantistiller på de underliggende lån).

3. Retsgrundlag

Bilag 7 til Kapitaldækningsbekendtgørelser stiller blandt andet Minimumskrav til garantier. Af pkt. 3 fremgår:

"Følgende krav skal være opfyldt, for at en garanti kan medregnes ved opgørelse af de risikovægtede poster:

- a) Garantien skal være direkte, dvs. at virksomheden i tilfælde af tab på eksponeringen kan gøre garantien gældende direkte overfor garantistilleren.
- b) Omfanget af garantien skal være klart defineret og ubestrideligt.
- c) Garantien må ikke indeholde klausuler, hvis opfyldelse ligger uden for virksomhedens direkte kontrol, og som
 - i vil give garantistilleren mulighed for ensidigt at ophæve kreditrisikoafdækningen,
 - ii vil øge de effektive omkostninger ved garantien som følge af forringet kreditkvalitet på den beskyttede eksponering,

iii kan forhindre, at garantistilleren forpligtes til at foretage en udbetaling uden unødigt forsinkelse, hvis den oprindelige låntager undlader at betale forfaldne beløb, eller som iv kan give garantistilleren mulighed for at afkorte garantiens løbetid.

d) Garantien skal være juridisk gyldig og kunne håndhæves i alle relevante retsområder.”

En alternativ løsning er at behandle Valhalla efter reglerne for kollektive investeringsordninger. Af punkt 32 i kapitaldækningsbekendtgørelsen bilag 3 fremgår:

”Virksomheden skal vægte eksponeringer mod kollektive investeringsordninger, jf. § 1 lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger og art. 1 i direktiv 85/611/EØF af 20. december 1985 om samordning af lov og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter) med mindst følgende vægte:

- a) En vægt der fremkommer ved anvendelse af kreditkvalitetstrin ud fra godkendte kreditvurderingsinstitutters vurderinger (ude-ladt)
- b) Har en virksomhed kendskab til alle de underliggende investeringer i en kollektiv investeringsordning, kan disse investeringer betragtes, som om de var virksomhedens direkte eksponeringer, der vægtes i henhold til § 9 og dette bilag.
- c) Har en virksomhed ikke kendskab til alle de underliggende investeringer i en kollektiv investeringsordning, kan det beregne risikovægte for ordningens mulige investeringer, hvor det antages, at den kollektive investeringsordning først investerer så meget, som det har tilladelse til, i de eksponeringskategorier, hvor solvenskravet er højest, og dernæst investerer i de lavere kategorier, indtil hele investeringen er vægtet.
- d) Eksponeringer mod kollektive investeringsordninger, der ikke vægtes efter litra a til c, skal vægtes med 100 pct.

Betingelserne for at anvende reglerne for kollektive investeringsordninger er en implementering af CRD direktivet, her fremgår følgende for look through, jf. CRD 2006/48/EF, bilag VI, del 1, pkt. 78:

”Kreditinstitutterne kan som anført i punkt 79-81 fastsætte risikovægten for et investeringsinstitut, såfremt følgende anerkendelseskriterier er opfyldt:

- a) investeringsinstituttet ledes af et selskab, der er undergivet en medlemsstats tilsyn, og følgende krav med forbehold af kreditinstituttets kompetente myndigheds godkendelse er overholdt:

- i) de ledes af et selskab, som er undergivet et tilsyn, der anses for at svare til det, der er fastlagt i Fællesskabets lovgivning, og
 - ii) der sikres det fornødne samarbejde mellem de kompetente myndigheder
- b) det oplyses i investeringsinstitutets prospekt eller i et tilsvarende dokument:
 - i) hvilke kategorier af aktiver investeringsinstituttet har ret til at investere i, og
 - ii) hvilke investeringsgrænser der anvendes, såfremt sådanne er fastsat, og hvordan de er beregnet, og
- c) investeringsinstituttet aflægger beretning om sin virksomhed mindst én gang årligt, således at det er muligt at vurdere dets aktiver og passiver, indtægter og transaktioner i den periode, beretningen dækker.”

4. Vurdering

Risikovurdering

Overordnet set er risikoen i konstruktionen meget lille som følge af, at obligationsejerne har pant i de bagvedliggende lån, der igen er omfattet af en statsgaranti. Obligationsejerne har dermed ikke en kreditrisiko på de bagvedliggende lån. I det følgende søges afdækket, hvad der er af yderligere risici i forbindelse med først SPV konstruktionen og efterfølgende overførslen af betalinger til obligationsejerne.

I forhold til en direkte garanti involverer transaktionen flere parter med deraf følgende risiko for fejl (ubevidste såvel som bevidste). Det forhold, at de statsgaranterede låneaftaler, herunder en eventuel garantibetaling fra Finansiell Stabilitet, er pantsat til indehaverne af obligationerne udstedt af Valhalla 1, begrænser selvsagt de konsekvenser sådanne fejl kan få for obligationsejerne. Hertil kommer, at det er en statisk konstruktion. Der er foretaget de investeringer, der skal foretages. SPV'et investeringer er nu i afløb, og det skal "bare" sikres, at midlerne flyder de rigtige steder hen, og at SPV'et løbende lever op til reglerne i Luxembourg. SPV'et administreres af et selskab ved navn Citco C&T (Luxembourg) S.A. Dette selskab sørger for visse administrative og regnskabsmæssige funktioner. BNP Paribas har imidlertid en centrale rolle som agent/trustee for obligationsejerne som beregner af betalingsoverførslerne og endelig som betalingsagent. Ved vurderingen af risiciene ved den løbende drift af SPV'et må det spille en væsentlig rolle, at BNP Paribas er et selskab under tilsyn. De operationelle risici vurderes derfor som meget begrænsede. BNP Paribas vurderes endvidere at ville være juridisk erstatningspligtig for mange af de fejl der kan opstå, og som følge af den store involvering vil der også mere moralsk ligge en forventning fra markedet om, at de står bag konstruktionen.

Hvis en fejl alligevel skulle opstå og SPV'et går konkurs eller i betalingsstandsning, så kan BNP Paribas på vegne af investorerne overtage lånene. Der foreligger en "legal opinion" fra Luxembourgs advokat, der på generelt plan siger, at en sådan konstruktion er holdbar (ikke omstødelig) under Luxembourgs lovgivning. Det vurderes i øvrigt at være et typisk element i SPV-udstedelser.

Transaktionen er konstrueret således, at overførslen af midlerne til obligationsindehaverne går uden om SPV's konti hos BNP Paribas. I praksis betyder det, at obligationsindehaverne ikke har en udsteder risiko på SPV'et, men alene en kortsigtet "natten over" kreditrisiko på BNP Paribas. Det, indebærer, at den potentielle kreditrisiko kan anses for begrænset til, at BNP Paribas eller clearingssystemet, der videreformidler betalingerne, træder i likvidation inden for det døgn, hvor BNP Paribas ligger inde med midlerne, der skal videreformidles til investorerne, og ikke kan svare de simple kreditorer deres krav. Kreditrisikoen begrænses yderligere af ratingtriggeren, der indebærer, at betalingsagenten skal udskiftes, hvis BNP Paribas rating falder under tiggerniveauet. Den anvendte ratingtrigger modsvarer den, som Finansiell Stabilitet A/S kræver i forhold til betalingsagenten, når de udsteder garantier.

Juridisk vurdering

Kan konstruktionen sidestilles med en direkte garanti?

Som udgangspunkt dækker statsgarantien ikke obligationerne udstedt af Valhalla 1 S.A. Statsgarantien dækker alene de underliggende låns tilbagebetaling. Dette taler som udgangspunkt imod, at betingelserne i pkt. 3, litra a, i bilag 7 til kapitaldækningsbekendtgørelsen for medregning af effekten af garantier kan anses for opfyldt.

På den anden side indebærer det forhold, at Valhalla 1 S.A. har pantsat sine rettigheder under garantien til obligationsindehaverne, herunder betalingerne under garantien, samt at obligationsindehavernes repræsentant har retten til og adgang til at kræve garantien udbetalt, at garantien muligvis kan anses for sidestillet med en direkte garanti fra Finansiell Stabilitet.

Finanstilsynet har i den forbindelse lagt vægt, at Advokatfirmaet Kromann Reumert har påpeget, at det er almindelig praksis at anvende tredjeparter ved betalingsformidling. Et eksempel på dette er, at obligationsudstedelser udstedt af den danske stat også anvender tredjeparter i form af betalingsagenter¹, der via clearingsystemer foretager betalinger under

¹ En bank med en vis kreditrating

udstedte obligationer, og at staten anser sig for frigjort, når der er betalt til clearingsystemet, uanset om pengene faktisk måtte nå frem til investorerne.

Selv om statsobligationer nulvægtes, accepteres altså de facto en vis minimal risiko i forbindelse med betalinger ved statsobligationer. Risikoen er større i Valhalla konstruktionen, idet statsgarantien ikke dækker betalingsagentens default. Det er dog klart, at der er tale om en beskedent risiko, dels fordi der er tale om meget kortsigtede eksponeringer mod en virksomhed under tilsyn, dels på grund af ratingtriggeren. Det må således bero på en vurdering af, om risikoen reelt er væsentligt forhøjet i forhold til en direkte statsgaranti.

Hvis risikoen vurderes at være ubetydelig i Valhalla konstruktionen, vil besiddelse af obligationer udstedt af Valhalla 1 S.A. ved kapitaldækningsopgørelsen kunne sidestilles med direkte ejerskab af de underliggende lån, og effekten af statsgarantien kan medregnes fuldt ud på samme måde som ved besiddelse af de underliggende lån. Dette indebærer mulighed for nul-vægtning af Valhalla 1-obligationer, der holdes uden for handelsbeholdningen, jf. bestemmelserne for indregning af effekten af garantier i pkt. 2-28 i bilag 7 til kapitaldækningsbekendtgørelsen, samt nul-vægt for specifik positionsrisiko for Valhalla 1-obligationer, der holdes i handelsbeholdningen, jf. pkt. 44 i bilag 12 til kapitaldækningsbekendtgørelsen.

Hvis risikoen omvendt ikke vurderes at være ubetydelig, så skal det vurderes, om obligationerne kan vægtes efter reglerne for en kollektiv investeringsordning eller skal vægtes svarende til en erhvervsobligation med en AAA rating, jf. nedenfor.

Kan konstruktionen vægtes efter reglerne for en kollektiv investeringsordning?

Begrebet kollektiv investeringsordning er ikke nærmere defineret i direktivet udover, at den kollektive investeringsordning skal ledes af et selskab, som er undergivet et tilsyn. Udgangspunktet må altså være, at enheden administreres af en ekstern enhed. Det følger endvidere af ordlyden, at enheden må have til hensigt at udføre investeringer, samt at der er flere investorer, der investerer sammen i gennem enheden.

Det er ubestrideligt, at SPV'et administreres af en anden enhed, jf. nedenfor, og at SPV'et alene har til formål at investere (i statsgaranterede udlån fra mindre og mellemstore danske pengeinstitutter), samt endeligt at der er flere obligationsejere i SPV'et.

Der kan dog indvendes, at hvis der sammenlignes med danske investeringsforeninger, så er der i Valhalla-konstruktionen tale om obligationsejere, der ejer et gældsbevis, hvor der i investeringsforeningerne er tale om investeringsforeningsbevisere, der har en kapitalandelslignende interesse i investeringsforeningsafdelingen. Hertil må bemærkes, at kapitalkravsdirektivet anvender terminologien eksponeringer. Det dækker både over lån og kapitalandele. Så selv om det virker atypisk i en dansk kontekst, vurderes dette ikke i sig selv at kunne føre til, at reglerne for kollektive investeringsordninger ikke kan anvendes. Rent risikomæssigt kan tilføjes, at obligationsejerne i forhold til at få deres betalinger på ingen måde er dårligere stillet end, hvis de ejede kapitalandele.

Ligesom det kendes fra investeringsforeningerne, er der også i denne konstruktion tale om, at obligationsejerne modtager afkastet af aktiverne fratrukket administrationsomkostninger. Forskellen er, at det i denne konstruktion er de aftalte administrationsomkostninger, der fratrækkes, hvor det i investeringsforeninger er de faktiske. Denne forskel synes ikke at påføre obligationsejerne en højere risiko.

Ved vurderingen af om Valhalla-obligationerne kan risikovægtes efter reglerne for kollektive investeringsordninger, er det centrale element derfor, om betingelsen i CRD direktivet, artikel 78, litra i, er opfyldt. Betingelsen er, at den kollektive investeringsordning ledes af et selskab, som er undergivet et tilsyn, der anses for at svare til det, der er fastlagt i Fællesskabets lovgivning

I forhold til denne betingelse bemærkes, at SPV'et, der udsteder obligationerne, administreres af et selskab ved navn Citco C&T (Luxembourg) S.A. Dette selskab sørger for visse administrative, og regnskabsmæssige funktioner. Selskabet er ikke under tilsyn. Den egentlige drift/ledelse af SPV'et, herunder varetægelse af de opgaver der knytter sig til investorernes interesser, varetages imidlertid af BNP Paribas, der er et selskab under tilsyn.

Det er Finanstilsynets vurdering ud fra en konkret vurdering, at BNP Paribas i den konkrete sag kan anses som den egentlige ledelse af tre grunde. For det første fordi konstruktionen er statisk (ingen nye investeringer). For det andet fordi alle beregninger vedrørende betalingerne til investorerne fortages af BNP Paribas og endelig for det tredje, fordi konstruktionen indebærer, at midler, der skal tilgå investorerne, ikke på noget tidspunkt er tilgængelige for SPV'et.

Det kan bemærkes, at "investeringsinstitutter" i den danske kapitaldækningsbekendtgørelse, i modsætning til direktivet, er afgrænset til investeringsinstitutter (kaldet kollektive investeringsordninger) til ordninger omfattet af lov om investeringsforeninger og specialforeninger og andre

kollektive investeringsordninger samt UCITS direktivet. Valhalla S.A. er ikke omfattet af UCITS direktivet. Danske institutter vil dog kunne påberåbe sig direktivets bestemmelse, hvis disse er mere gunstige end danske implementering på dette område. Finanstilsynets kan derfor træffe afgørelse om, at direktivets bestemmelser er gældende, og ændre kapitaldækningsbekendtgørelsen ved først kommende lejlighed.

Endelig kan bemærkes, at betingelserne for en look through behandling ikke er opfyldt for obligationer udstedt af Valhalla S.A, der holdes i handelsbeholdningen. Look through behandlingen af kollektive investeringsordninger i handelsbeholdninger kræver således, at obligationerne til enhver tid skal kunne indløses. De pågældende obligationer vil få tildelt vægtning for specifik risiko svarende til en erhvervsobligation med en AAA rating, dvs. 20 pct. på udstedelsestidspunktet

Vægtning svarende til en erhvervsobligation med en AAA rating

Såfremt ingen af de to ovennævnte muligheder kan anvendes vil obligationer udstedt af Valhalla 1 blive risikovægtet efter reglerne for obligationer udstedt af en erhvervsvirksomhed og under hensyn til den rating obligationen har fra et godkendt kreditvurderingsinstitut, og derfor som udgangspunkt vægtet med 20 pct. uanset, om disse er placeret i eller udenfor handelsbeholdningen.

5. Konklusion

Risikoen vurderes at være ubetydelig i Valhalla konstruktionen. Det er konkret begrundet i, at:

1. Obligationsejerne har pant i de bagvedliggende lån, der igen er omfattet af en statsgaranti. Obligationsejerne har dermed ikke en kreditrisiko på de bagvedliggende lån.
2. Risikoen for tabsgivende fejl er meget begrænset fordi konstruktionen er statisk (ingen nye investeringer), fordi alle beregninger vedrørende betalingerne til investorerne fortages af en virksomhed under tilsyn BNP Paribas så længe, og fordi betalingerne køber uden om SPV'et konti.
3. Der er en meget kortsigtede eksponering på betalingsagenten i forbindelse med betalingsafviklingen, men denne er alene på et døgn, og denne eksponering er mod en virksomhed under tilsyn, der skal udskiftes som betalingsagent, hvis dennes kortsigtede rating falder under A.

Besiddelse af obligationer udstedt af Valhalla 1 S.A. ved kapitaldækningsopgørelsen kan derfor sidestilles med direkte ejerskab af de underliggende lån, og effekten af statsgarantien kan medregnes fuldt ud på samme måde som ved besiddelse af de underliggende lån. Dette indebærer mulighed for nul-vægtning af Valhalla 1-obligationer både i og udenfor handelsbeholdningen.

Da denne tilgang giver den laveste risikovægt, kan virksomhederne anvende denne ved kapitaldækningsopgørelsen frem for de to øvrige beskrevne metoder.

Med venlig hilsen

Kristian Madsen
Underdirektør