

NOTAT

31. oktober 2013

Høringsnotat vedrørende forslag til lov om ændring af lov om finansiel virksomhed, lov om værdipapirhandel m.v., lov om finansiel stabilitet og lov om tingslysning (Styrkelse af markedet for erhvervsobligationer via indførelse af regler om repræsentanter i forbindelse med obligationsudstedelser og mulighed for at pengeinstitutter kan oprette refinansieringsregistre, adgang til at andre end låntagerne i et realkreditaktieselskab kan udøve indflydelse på den forening, der ejer realkreditselskabet m.v.) (Oktober II)

1. Indledning

Det overordnede formål med lovforslaget er at styrke virksomhedernes adgang til finansiering ved at skabe bedre rammer for udviklingen af markedet for erhvervsobligationer. Konkret sker det dels ved at muliggøre anvendelse af såkaldte repræsentanter i forbindelse med obligationsudstedelse og dels ved at give pengeinstitutter mulighed for at udstede værdipapirer med sikkerhed i afgrænsede puljer af erhvervslån, såkaldt sekuritisering. Sekuritisering af erhvervslån kan gøre det mere attraktivt for pengeinstitutterne at yde erhvervslån og generelt styrke pengeinstitutternes muligheder for udlån.

Lovforslaget fremsættes på baggrund af anbefalingerne fra Udvalg om erhvervsobligationer som finansieringskilde for små og mellemstore virksomheder, der i dets rapport fra november 2012 bl.a. anbefalede, at der skulle skabes bedre juridiske rammer for anvendelse af repræsentanter samt for sekuritisering af erhvervslån.

Lovforslaget blev sendt i høring d. 28. juni 2013 med frist for høringssvar d. 12. august 2013. Efter høringen blev det besluttet at dele lovforslaget op i to dele. Denne del, som ventes fremsat oktober II, og en del der ventes fremsat i løbet af januar 2014.

Finanstilsynet har i alt modtaget 59 høringssvar, hvoraf 33 indeholder bemærkninger til lovforslaget. Langt hovedparten af høringssvarene vedrører styrkelse af markedet for erhvervsobligationer via indførelse af regler om repræsentanter i forbindelse med obligationsudstedelser og mulighed for at pengeinstitutter kan oprette refinansieringsregistre.

De dele af det oprindelige lovforslag, som med opdelingen først forventes fremsat i løbet af januar 2014, omtales ikke nærmere i dette notat.

De væsentligste bemærkninger fra de hørte parter til de enkelte emner i lovforslaget gennemgås og kommenteres nedenfor.

Visse høringssvar har givet anledning til redaktionelle og tekniske ændringer og præciseringer i lovteksten og bemærkningerne. Disse ændrer ikke ved substansen i de pågældende forslag til lovbestemmelser og omtales derfor ikke nærmere i dette notat. Derudover indeholder enkelte høringssvar bemærkninger og opfordringer til lovinitiativer, som ikke vedrører nærværende lovforslag. Disse omtales heller ikke nærmere i dette notat.

2. Generelle bemærkninger

Høringen tegner overordnet et billede af, at de hørte parter generelt er positive over for lovforslaget.

Både erhvervslivet, pengeinstitutter og investorer ønsker en styrkelse af markedet for erhvervsobligationer. De hørte parter er i den forbindelse positive i forhold til indførelsen af muligheden for anvendelse af repræsentanter i forbindelse med obligationsudstedelse. Der er også generel opbakning til indførelsen af mulighederne for, at pengeinstitutter får mulighed for at oprette refinansierungsregistre.

En række af de hørte parter stiller dog spørgsmålstegn ved, om de beskrevne initiativer i tilstrækkelig grad vil bidrage til at styrke adgangen til finansiering for danske virksomheder. Disse forbehold skal ses i sammenhæng med, at lovgivningen skaber bedre rammer for udviklingen af markeder for erhvervsobligationer udstedt af enkeltvirksomheder samt værdipapirer udstedt med sikkerhed i puljer af erhvervslån. Som det også fremgik i rapporten fra udvalget om erhvervsobligationer som finansieringskilde for små og mellemstore virksomheder vil bedre rammer for udstedelse af erhvervsobligationer og sekuritisering formodentlig ikke på korte sigt give virksomhederne adgang til yderligere finansiering. Ændringerne af rammerne for disse finansieringsformer vil imidlertid kunne bidrage til, at danske virksomheder på sigt får bedre finansieringsmuligheder.

Omfanget af udstedelser vil således i høj grad afhænge af, hvorvidt udstedere og investorer vil kan komme til enighed om pris og vilkår på udstedelser, samt om pris og vilkår vil være konkurrencedygtige dels sammenlignet med virksomhedernes alternative finansieringskilder, og dels sammenlignet med investorernes øvrige investeringsmuligheder.

3. Bemærkninger til konkrete emner

Kommenteringen af høringssvarene vil ske med udgangspunkt i følgende overordnede opdeling:

3.1. Indførelse af mulighed for at pengeinstitutter kan oprette refinansieringsregister

3.1.1. Økonomiske konsekvenser for erhvervslivet af øget anvendelse af fraskrivning af modregningsadgangen

3.1.2. Procedurer for solvenslettelse

3.1.3. Transparens

3.1.4. Modregning

3.1.5. Revisorerklæring i forbindelse med oprettelse af et refinansieringsregister (§ 152 i, stk. 2)

3.1.6. Inklusion af registrering af aktiver i registeret fra pengeinstitutters koncernforbundene finansieringsselskaber

3.1.7. Kredsen af virksomheder der kan stå som berettiget enhed i et refinansieringsregister (§ 152 k)

3.1.8. Stykstørrelsen på de udstedte værdipapirer (§ 152 k, stk. 5)

3.1.9. Videregivelse af væsentlig viden om aktiverne

3.1.10. Registrering af derivater i refinansieringsregisteret

3.1.11. Adgang til information om de i refinansieringsregisteret registrerede lån

3.1.12. Den tilsynsførende på registeret

3.1.13. Risiko for omstødelse af lån solgt via refinansieringsregisteret

3.1.14. Muligheden for outsourcing af førelsen af registeret

3.1.15. Regnskabsmæssige krav til aktører

3.1.16. Ejerskabet over en berettiget enhed

3.1.17. Solidarisk hæftelse

3.1.18. Statsgarantier og finansieringsinstitutter

3.1.19. Evaluering af lovforslaget

3.2. Anvendelse af repræsentanter i forbindelse med obligationsudstedelse og andre kollektive gældsforhold

3.2.1. Lovfæstelse af repræsentanten og dens handlingsmuligheder

3.2.2. Krav til at fungere som repræsentant

3.2.3. Tidspunkt for repræsentantens rettigheder og forpligtigelser

3.2.4. Repræsentantens muligheder for at agere over for tredjemand

3.2.5. Udskiftning af repræsentanter

3.2.6. Repræsentantens konkurs

3.2.7. Tydeliggørelse af hvilke andre former for sikkerheder, der kan stilles over for repræsentanten

3.2.8. Repræsentanters mulighed for at kontakte obligationsejere

3.2.9. Anmeldelse af repræsentanter til OMX

3.2.10. Registrering af repræsentanten

3.3. Adgang til at andre end låntagerne i et realkreditaktieselskab kan udøve indflydelse på den forening, der ejer realkreditaktieselskabet

3.4. Indførelse af definitioner i lov om finansiel virksomhed af forsikringsholdingvirksomhed og blandet forsikringsholdingvirksomhed

3.4.1. Vedrørende definitionen af finansiel holdingvirksomhed

3.4.2. Solvenskrav til forsikringsholdingvirksomheder

3.4.3. Koncerninterne transaktioner og blandede forsikringsholdingvirksomheder

3.5. Udvidelse af anvendelsesområdet for § 70 og § 71 i lov om finansiel virksomhed, så bestemmelserne også omfatter finansielle holdingvirksomheder og forsikringsholdingvirksomheder

3.6. Beskyttelse af aktiver overført til sikkerhed for et clearingmedlems kundes positioner imod retsforfølgning af clearingmedlemmets kreditorer

3.1. Indførelse af regler om repræsentanter i forbindelse med obligationsudstedelser

3.1.1. Økonomiske konsekvenser for erhvervslivet af øget anvendelse af fraskrivning af modregningsadgangen

Garantifonden for indskydere og investorer påpeger, at der kan være økonomiske konsekvenser for pengeinstitutterne af en eventuel anvendelse af kunders aftalemæssige fraskrivning af modregningsretten som følge af pengeinstitutternes mulighed for at oprette refinansieringsregistre, og at denne mulighed bør fremgå af lovforslagets økonomiske konsekvenser.

Kommentar

Garantifonden for indskydere og investorer påpeger, at der kan være to måder, hvorpå en eventuelt øget fraskrivning af modregningsretten kan have økonomiske konsekvenser for pengeinstitutterne.

For det første kan en eventuel øget fraskrivelse af låntagers adgang til modregning betyde, at det dækkede nettoindskud i det enkelte institut øges. For det andet kan en eventuel øget fraskrivelse af modregningsret betyde, at en række kunder vil flytte en del af deres indskud for at sikre sig, at de ikke har mere end 750.000 kr. i indskud i noget pengeinstitut. Begge dele kan øge det nettoindskud, som Garantifonden skal dække.

Garantifondens formue skal dække 1 pct. af de dækkede nettoindskud og et eventuelt forøget nettoindskud vil derfor medføre, at pengeinstitutterne skal indbetale yderligere bidrag til fonden.

Garantifondens argument baserer sig på en antagelse om, at anvendelse af refinansieringsregistre vil betyde, at fraskrivning af muligheden for modregning øges i forhold til i dag.

Det kræver for det første, at mange institutter vil vælge at benytte sig af refinansieringsregistre, samt at de vælger at basere deres refinansierings-

transaktioner på puljer af lån, hvor der ikke er mulighed for modregning. Endvidere forudsætter det, at pengeinstitutterne kan få aftaler i stand med deres kunder om fraskrivelse af modregning.

Som det fremgår af lovforslaget, kan der være et øget incitament til fra bankernes side at forhandle sig frem til fraskrivning af modregningsretten, såfremt de ønsker at anvende refinansieringsregistre. I forhold til kunden vil fraskrivning af modregningsretten imidlertid være en konkurrenceparameter på linje med renteniveau og øvrige vilkår. Samtidig er der med lovforslaget skabt mulighed for at anvende puljer af lån og kreditter, hvor muligheden for modregning er fastholdt, som underliggende aktiv i en refinansieringstransaktion.

Det er således ikke muligt på forhånd at vurdere, om og i hvilket omfang anvendelse af refinansieringsregisteret vil resultere i øget fraskrivning af modregningsretten. Af samme grund er konsekvensen af en eventuel forøgelse af fraskrivning af modregningsretten ikke medtaget under forslaget økonomiske konsekvenser.

3.1.2. Procedurer for solvenslettelse

FSR – danske revisorer og Finansrådet har stillet spørgsmålstegn ved den beskrevne procedure for opgørelsen af en evt. solvenslettelse i forbindelse med salg af lån via et refinansieringsregister. Nationalbanken fremhæver, at det er vigtigt at pengeinstitutterne fortsat skal reservere kapital svarende til den risiko, pengeinstitutterne bærer.

Kommentar

Beskrivelsen af proceduren er relativt kort i de generelle bemærkninger, idet området ikke er reguleret af denne lovgivning. Teksten kan dog i sin aktuelle form give indtryk af, at der indføres ny regulering. En del af teksten bør dermed slettes, og resten præciseres.

3.1.3. Transparens

ATP, Dansk Aktionærforening og F&P understreger behovet for, at der skal være transparens i forhold til kvaliteten af de underliggende i lån i sekuritiseringstransaktioner for at investorerne vil købe værdipapirerne. I høringssvarene fremgår, at det bl.a. kunne ske ved at regulere mere og overlade mindre til aftaleparterne. Derudover fremhæver F&P, at lovforslaget ikke i særlig høj grad fokuserer på investorerne.

Kommentar

Forslaget skal skabe rammer for, at det bliver lettere for pengeinstitutter at udstede værdipapirer med sikkerhed i puljer af erhvervslån. Det giver investorerne adgang til nye investeringsmuligheder. Forslaget regulerer ikke i detaljer, hvordan transaktionerne skal struktureres eller f.eks. hvil-

ket niveau af kvalitetskontrol, der skal ligge til grund for den enkelte udstedelse. Baggrunden herfor er, at der forventes at være forskellige ønsker og krav fra investorside til f.eks. kvalitetskontrol alt efter, hvilken type transaktion der er tale om. Lovforslaget tilstræber dermed i så vidt omfang som muligt at give frihed til at aftale den struktur for den enkelte aftale/transaktion, som vurderes hensigtsmæssig af både pengeinstitut og investorer. Forslaget stiller i sagens natur ingen garantier for, at der vil opstå et marked, da det vil være afhængigt af, at pengeinstitutterne og investorerne kan nå til enighed om vilkår og priser for udstedelserne.

Der er indsat bestemmelser i forslaget (§§ 152 q og 152 p), der sikrer kontrol af registeret og investorernes adgang til information. For at sikre, at refinansieringsregistre bliver ført korrekt, er det lovbestemt, at der skal tilknyttes en tilsynsførende til registeret, jf. § 152 r. En udbredt bekymring i forhold til værdipapirer baseret på sekuritisering er kvaliteten af de underliggende lån samt pengeinstitutts håndtering af låneforholdene. Derfor er der endvidere indsat mulighed for, at den tilsynsførende eller anden tredjemand kan udføre tjek af kvaliteten på lånene samt pengeinstitutts håndtering af låneforholdene.

Omfanget af den kontrol den tilsynsførende eller anden tredjemand skal foretage af førelsen af registeret eller kvaliteten af låneforholdene er ikke nærmere reguleret i loven, men vil skulle fastlægges for de enkelte refinansieringstransaktioner. Det giver investorerne fleksibilitet i forhold til at kræve et kontrolomfang, der er tilpasset den aktuelle type af aktiver i den givne transaktion.

En udbredt praksis i internationale transaktioner er, at der udarbejdes en risikobaseret model, hvor kontrollen med aktiverne stiger i det tilfælde, at en eller flere af nogle på forhånd definerede situationer indtræder, f.eks. antallet af misligholdte lån i den underliggende portefølje.

Det vurderes samlet set, at den forslåede model er hensigtsmæssig, men at bemærkningerne udbygges med henblik på at tydeliggøre den beskyttelse af investorerne, der ligger i modellen.

3.1.4. Modregning

LD understreger i sit høringssvar, at det er vanskeligt at gennemskue konsekvenserne af opretholdelse af modregningsretten i forbindelse med sekuritisering af lån og kreditter.

Finansrådet mener, at der bør indsættes en paragraf svarende til værdipapirhandelslovens § 58 a, stk. 5 for at sikre, at loven ikke medfører en ændring i pengeinstitutters og kunders mulighed for at aftale, at der ikke skal gælde modregning i forhold til et specifikt låneforhold.

Kommentar

Reguleringen af adgangen til modregning er reguleret i værdipapirhandelslovens § 58 a, og lovforslaget ændrer ikke ved pengeinstitutter og kunders muligheder for at lave aftaler om muligheden for modregning på deres lån. Der vurderes derfor ikke behov for at indsætte parallel regulering af området, men at bemærkningerne til § 152 n, stk. 5 om modregning udbygges.

I forbindelse med indførelse af et lån i registeret ændres mulighederne for modregning ikke i forhold til den situation, hvor lånet ikke var overført.

Det ville være uhensigtsmæssigt, hvis kunden i udgangspunktet ikke kunne opretholde de samme rettigheder til f.eks. modregning, som kunden havde før pengeinstituttet havde solgt lånet via refinansieringsregisteret i og med, at kunden ikke bliver informeret om salget.

Endvidere er det væsentligt, at modregningsadgangen fortsat kan bringes i anvendelse over for kunden (låntager), således at låneafviklingen i tilfælde af kundens misligholdelse foregår på samme vis, som den ville have gjort, hvis kundens lån ikke var overdraget via et refinansieringsregister.

Muligheden for modregning opretholdes også i andre lande, og der findes muligheder for at strukturere transaktioner, så man tager hensyn til modregningsmulighederne.

3.1.5. Revisorerklæring i forbindelse med oprettelse af et refinansieringsregister (§ 152 i, stk. 2)

Finansrådet fremhæver, at den revisorerklæring, som der stilles krav om i forbindelse med oprettelsen af et refinansieringsregister, kan være omkostningstung og foreslår derfor, at kravet udgår. FSR – danske revisorer foreslår, at teksten præciseres i forhold til erklæringens indhold.

Kommentar

Etableringen af et refinansieringsregister betyder, at pengeinstituttet kan overdrage lån til andre uden at orientere kunderne om overdragelsen.

Revisorerklæringen, der skal sikre en ekstern vurdering af bl.a. pengeinstituttet organisering og ressourceallokering til drift af refinansieringsregisteret, er isoleret et fordyrende element i forbindelse med etableringen af et refinansieringsregister. Givet de mange midler, der kan være involveret, samt det faktum, at salg via refinansieringsregisteret ikke kræver ændringer i tingbogen, er det afgørende, at der er andre end pengeinstituttets ledelse, der foretager en vurdering af, om der er de nødvendige ressourcer allokeret til at sikre en ansvarlig drift af refinansieringsregi-

stret. Dette kan samtidig få betydning for investorernes vurdering af det samlede produkt.

Det vurderes dermed hensigtsmæssigt at opretholde revisorerklæringen, men at erklæringens indhold præciseres.

3.1.6. Inklusion af registrering af aktiver i registeret fra pengeinstitutters koncernforbundene finansieringsselskaber

Finansrådet ønsker, at et pengeinstitut, der opretter et refinansieringsregister, også skal kunne registrere aktiver fra pengeinstituttets koncernforbundne finansieringsselskaber.

Kommentar

Med pengeinstituttets koncernforbundene finansieringsselskaber, der i denne kontekst er relevante, forstås leasingselskaber.

Leasing er en vigtig finansieringsform for mange virksomheder. Det er derfor intentionen, at leasingaktiver også kan registreres i registeret. Det vil blive præciseret i lovforslaget.

Pengeinstitutternes muligheder for at registrere aktiver fra pengeinstituttets leasingaktiviteter direkte i deres eventuelle refinansieringsregistre er imidlertid afhængige af pengeinstituttets organisering af leasingaktiviteterne. Hvis leasingaktiviteterne er en del af selve pengeinstituttet, kan leasingaktiverne sælges direkte via registeret. Hvis leasingaktiviteterne er organiseret i et datterselskab, kan pengeinstituttet ikke sælge leasingaktiverne direkte via registeret, idet ejerskabet til aktiverne ikke ligger hos pengeinstituttet.

Pengeinstituttet vil imidlertid ofte finansiere leasingaktiviteterne i datterselskabet. Det kan f.eks. være via lån fra pengeinstituttet til at finansiere leasingaktiviteterne i datterselskabet. Disse lån kan have sikkerhed i leasingaktiverne, og pengeinstituttet vil kunne sekuritisere disse lån via refinansieringsregisteret og derved få adgang til finansiering af leasingaktiviteterne.

3.1.7. Kredsen af virksomheder der kan stå som berettiget enhed i et refinansieringsregister (§ 152 k)

Finansrådet ønsker at få fjernet begrænsningerne for hvem der kan stå som ejer af et aktiv i refinansieringsregister.

Finansrådet og F&P spørger, om pensionskasser også kan være berettigede enheder.

Finansrådet ønsker præciseret, at det ikke er hensigten, at berettigede enheder, der ikke er formålsbestemte selskaber, skal udstede værdipapirer.

Kommentar

Refinansieringsregisteret giver pengeinstitutterne mulighed for at videre-sælge lån til formålsbestemte selskaber, hvilket kan være mange forskellige selskabstyper med det til fælles, at deres hovedformål er at udstede værdipapirer på baggrund af lånene.

Derudover er der med lovforslaget givet mulighed for, at pengeinstitutter, forsikringsvirksomheder og firmapensionskasser har mulighed for at stå som ejer i et refinansieringsregister. Som foreslået af Finansrådet vil lovforslaget også åbne op for, at et fællesejet sektorselskab kan stå som berettiget enhed.

Med hensyn til spørgsmålet om pensionskassers mulighed for at være berettiget enhed skal det nævnes, at pensionskasser i lovteksten omfattes af betegnelserne forsikringsvirksomhed og firmapensionskasser.

Der er åbnet for, at en afgrænset gruppe af aktører kan være berettigede enheder, da det vurderes, at disse har de nødvendige kompetencer til at håndtere direkte køb af kredit fra et pengeinstitut. En yderligere åbning af mulighederne ville betyde, at f.eks. privatpersoner eller virksomheder ville kunne købe anonymiseret kredit fra andre bankkunder, hvilket ikke vurderes at være hensigtsmæssigt.

Med hensyn til Finansrådets ønske om en præcisering af, at det ikke er hensigten, at enheder, der ikke er formålsbestemte selskaber, skal udstede værdipapirer med sikkerhed i aktiverne, er der ikke i lovudkastet lagt begrænsninger på f.eks. et forsikringsselskabs muligheder for at udstede værdipapirer med sikkerhed i lån købt via et refinansieringsregister. Det vurderes ikke som det mest sandsynlige, men indsættelsen af en begrænsning vil mindske forsikringsselskabets handlemuligheder og dermed gøre aktiverne mindre likvide.

3.1.8. Stykstørrelsen på de udstedte værdipapirer (§ 152 k, stk. 5)

Finansrådet mener, at minimumsstykstørrelsen på 100.000 euro bør fjernes ud fra en betragtning om, at pengeinstitutterne ikke kan stilles til ansvar for den udstedende enhed i og med, at pengeinstituttet ikke må have væsentlig indflydelse på den bestemmende enhed.

Samtidig mener Finansrådet, at strafbestemmelsen for udstedelse med en stykstørrelse på under 100.000 euro skal udgå.

Kommentar

Værdipapirer baseret på sekuritisering er ofte komplicerede finansielle produkter, der ikke er velegnede investeringsprodukter til detailkunder. Kravet om en stykstørrelse på minimum 100.000 euro skal således sikre, at produktet ikke markedsføres over for detailkunder, der ikke nødvendigvis har den fornødne analysekapacitet til at vurdere produktet.

I forbindelse med en udstedelse af obligationer via et formålsbestemt selskab vil det være pengeinstituttet, der sælger lånene videre til det formålsbestemte selskab, der arrangerer, hvordan de udstedte værdipapirer skal struktureres. Hvad der foretages i senere led – f.eks. hvis værdipapirerne købes af en fond, investeringsforening eller lignende, der anvender dem som sikkerhed for udstedelse af nye værdipapirer med en mindre stykstørrelse – kan pengeinstituttet ikke gøres ansvarlig for.

Struktureres en model med flere enheder og udstedelser alene med det formål at omgå stykkkravet på 100.000 euro vil dette dog også kunne være omfattet af forbuddet.

Kravet om stykstørrelse gælder alene den originale udstedelse. Hensynet bag reglen – at sekuritiserede produkter ikke egnede til detailkunder – vil dog også gøre sig gældende i forhold til senere erhvervelser. Der vil derfor blive anlagt en streng bedømmelse af overholdelsen af investorbeskyttelses- og god skik-bekendtgørelsen ved rådgivning og salg af sekuritiserede produkter til forbrugere, herunder også i de situationer, hvor det sekuritiserede produkt kun udgør en mindre del af et sammensat produkt eller f.eks. kun udgør en mindre del af en investeringsportefølje i en investeringsforening. Det vil blive præciseret i lovforslaget.

3.1.9. Videregivelse af væsentlig viden om aktiverne

Finansrådet fremhæver i deres hørings svar, at de forstår anvendelsen af begrebet væsentlig viden som ”intern viden” i værdipapirhandelslovens forstand, jf. § 34, stk. 2, i værdipapirhandelsloven. Dette indebærer, at væsentlig viden, som må antages mærkbart at få betydning for kursdannelsen på et eller flere værdipapirer, hvis oplysningerne blev offentliggjort, skal videregives til den berettigede enhed.

Konkret betyder det, at ved udstedelser, hvor der alene er et lille antal lån, og et af disse lån eksempelvis misligholdes, vil den berettigede enhed skulle orienteres herom. Derimod vil der ved udstedelser, hvor der ligger eksempelvis 1.000 ensartede lån, ikke skulle ske en underretning i tilfælde af misligholdelse af et enkelt lån. Afgørende må være, at denne viden kan få væsentlig betydning for kursdannelsen. Finansrådet anmoder om en bekræftelse af ovenstående fortolkning, eller såfremt en sådan ikke kan gives, en præcisering af, hvorledes bestemmelsen skal forstås.

Samtidig mener Finansrådet, at strafbestemmelsen for manglende videregivelse af væsentlig viden skal udgå.

Kommentar

Forpligtelsen til løbende at offentliggøre intern viden hurtigst muligt er i henhold til værdipapirhandelsloven og EU-retten pålagt udsteder af de pågældende værdipapirer. Det vil således være den udstedende enhed, dvs. den berettigede enhed i en refinansieringstransaktion, der endeligt har ansvaret for at vurdere, hvad der er intern viden, og som har pligt til at offentliggøre den i overensstemmelse med værdipapirhandelsloven. Intern viden kan omhandle puljen af lån, men kunne f.eks. også omhandle ændringer af ledelsen i den berettigede enhed. Pengeinstituttet kan således ikke være ansvarligt for vurderingen og offentliggørelsen af intern viden om den berettigede enhed. Pengeinstituttet bliver imidlertid ansvarlig for, at den berettigede enhed løbende får den nødvendige viden om udviklingen i puljen af lån og kreditter. Det er denne viden, der benævnes med væsentlig viden i lovforslaget.

Ud over dette kan det bekræftes, at Finansrådet har ret i, at man i en vurdering af, hvad der er væsentlig viden må lægge vægt på, om denne viden kan få betydning for kursdannelsen. Derudover kan det bekræftes, at hvad der kan få indflydelse på kursen vil afhænge af sammensætningen af puljen af lån i form af mængden af lån og deres ensartethed, jf. også Finansrådets eksempel.

3.1.10. Registrering af derivater i refinansieringsregisteret

Finansrådet mener, at det er nødvendigt, at man kan registrere derivater i refinansieringsregisteret.

Kommentar

Som udgangspunkt er refinansieringsregistret tiltænkt lån og kreditter med tilhørende sikkerheder. Der vil dog være en del tilfælde, hvor et derivat i form af f.eks. en renteswap er meget tæt knyttet op på lånet og har været en forudsætning for, at lånet kunne bevilges. Derivatet vil i sådanne tilfælde være at sidestille med en form for sikkerhed, og det vil være hensigtsmæssigt, at denne type derivater kan sælges med lånet og indgå i registeret. Det vil også betyde, at de pengestrømme, der kommer ind i pengeinstituttet i tilknytning til lånet, vil svare til de pengestrømme, der straks skal overføres til den berettigede enhed. Det vil blive præciseret i lovforslaget.

Under hensyntagen til lovens formål vurderes det derimod ikke hensigtsmæssigt, at derivater, der ikke er tilknyttet til et konkret lån, kan indføres i registeret.

3.1.11. Adgang til information om de i refinansieringsregisteret registrerede lån

F&P og Finansrådet spørger, om man kan give investorerne mulighed for at tjekke kvaliteten af aktiverne selv.

Finansrådet ønsker, at ratingbureauer bliver optaget på listen over aktører, der kan have adgang til data om lån indsat i registeret.

Kommentar

Investorerne får med lovgivningen mulighed for at tjekke kvaliteten af de underliggende aktiver via den tilsynsførende eller anden tredjemand. Der er ikke sat minimumskrav ind om, hvor mange tjek der skal foretages, og hvilken konkret form de skal have, men dette vil frit kunne aftales for de enkelte refinansieringstransaktioner (se også pkt. 3.1.3).

Omfanget af tjek vil dermed blive en afvejning af de omkostninger og risici, som investorerne ønsker at bære. Med loven er der skabt grundlag for, at investorerne i samspil med udsteder vurderer behovet for kontrol med de underliggende aktiver og indretter struktureringen af transaktionen derefter. Et lovbestemt niveau for tjek af kvaliteten af alle aktiverne vurderes at være uhensigtsmæssigt, da det ikke vil være dækkende for alle typer af transaktioner med forskellige risikoprofiler.

Når investorerne ikke gives direkte mulighed for at få adgang til pengeinstituttets engagementer, skal det ses i forhold til, at mindre virksomheders engagementer (enkeltmandsvirksomheder) kan indgå i refinansieringsregisteret. De data, som investorerne i givet fald ville få adgang til, ville således være data, der giver information om virksomhedsejernes privatøkonomi.

Lovforslaget er ikke til hinder for, at pengeinstituttet, hvis det sælger en mindre pulje af større lån til f.eks. et forsikringsselskab, kan videregive oplysninger om, hvilke virksomhederne lånene er bevilget til, hvis de opretholder de normale retningslinjer for overdragelse af disse oplysninger, hvor der bl.a. være krav om samtykke om overdragelse af oplysningerne fra låntager.

Hvis ratingbureauerne indgik på listen over aktører med adgang til data om lån i registeret, ville det give dem adgang til at se pengeinstitutternes bøger direkte. Denne mulighed gives ikke i forbindelse med andre typer af rating, idet ratingbureauer som udgangspunkt foretager deres vurdering på baggrund af anonymiserede data. Det vurderes uhensigtsmæssigt, at udstedelser baseret på et refinansieringsregister skal rates på et andet grundlag end ratingen i forbindelse andre udstedelser af værdipapirer.

Det bemærkes i den forbindelse, at der kan være tilfælde, hvor der kan ske ufrivillig identifikation af f.eks. større virksomheder i specielle brancher. Det er også en problemstilling, som kendes fra vores nabolande.

3.1.12. Den tilsynsførende på registeret

Finansrådet ønsker at få præciseret, om udpegningen af den tilsynsførende kan vedrøre flere transaktioner, samt om lovgivningen er til hinder for den praksis, som allerede eksisterer, at pengeinstituttet kan betale den tilsynsførendes initialomkostninger, i fald der vil være sådanne, før obligationerne er solgt, mens de løbende omkostninger i transaktionen ikke kan betales af pengeinstituttet.

Finansrådet udtrykker derudover, at de ville foretrække, at den almindelige ansvarsnorm skal gælde for den tilsynsførende. Til gengæld kunne det undlades at stille krav om ekstra forsikring, således som det nu fremgår af § 152 r, litra 4. Det er Finansrådets holdning, at den almindelige lovpligtige forsikring, som eksempelvis revisorerne har, vil være tilstrækkelig. Finansrådet mener i den forbindelse, at et krav om ekstra forsikring skal vurderes i forhold til, om det er realistisk, at der er tilsynsførende, der vil påtage sig opgaven, samt hvad prisen herfor vil blive.

Kommentar

En tilsynsførende kan godt være tilsynsførende på mere end en transaktion, men der skal ske en konkret registrering for hver transaktion.

Pengeinstituttet kan godt betale den tilsynsførendes initialomkostninger, men honorering af den tilsynsførende overgår til den berettigede enhed, så snart denne fremgår som ejer af aktiverne registreret i det relevante afsnit i registeret.

Det vurderes ikke, at opgaven som tilsynsførende vil være dækket af revisorernes lovpligtige forsikring, da den dækker afgivelsen af erklæringer i forhold til revisorlovgivningen.

Set i relation til de relativt store beløb, der kan være involveret i refinansieringstransaktioner, vurderes det hensigtsmæssigt, at den tilsynsførende har en forsikring.

Forsikringen vil være billigere, hvis den kun skal dække et begrænset ansvar, og det vurderes dermed, at ansvarsbegrænsningen vil være til fordel for anvendelsen af refinansieringsregisteret jf. Finansrådets argument om, at prisen på den tilsynsførende vil være med til at bestemme rentabiliteten i en udstedelse via refinansieringsregisteret.

3.1.13. Risiko for omstødelse af lån solgt via refinansieringsregisteret

ATP påpeger, at der fortsat er en risiko for omstødelse af salget af lån i henhold til konkurslovgivningen. Det betyder en højere risiko for investorerne, der derfor vil kræve et højere afkast.

Kommentar

Det fremgår af bemærkningerne til § 152 n, at et salg via refinansieringsregisteret ikke kan omstødes efter konkurslovens §§ 67 eller 70, da der ikke er tale om betaling af gæld men om salg af aktiver til eje. Bestemmelsen er dog ikke til hinder for, at konkurslovens øvrige bestemmelser kan finde anvendelse. Der vil således kunne ske omstødelse efter konkurslovens §§ 64 eller 74, hvis der f.eks. sker overdragelse af et aktiv til en pris, der klart står i misforhold til det overdragne aktivs værdi, herunder set i forhold til pengeinstituttets øvrige omstændigheder.

Det vurderes, at der er behov for at opretholde muligheden for at omstøde et salg via et refinansieringsregister efter konkurslovens §§ 64 eller 74, da det ellers vil være muligt for pengeinstitutter via refinansieringsregisteret på utilbørlig måde at begunstige en fordringshaver på de øvriges bekostning, herunder i den situation hvor både pengeinstitut og den berettede enhed kender til pengeinstituttets insolvens. Det bemærkes hertil, at der alene vil kunne ske omstødelse i henhold til de nævnte bestemmelser i konkursloven efter en konkret vurdering af aktivets pris sammenholdt med aktivets værdi og pengeinstituttets omstændigheder i øvrigt.

3.1.14. Muligheden for outsourcing af førelsen af registeret

Finansrådet fremhæver, at det bør udspecificeres til hvem, førelsen af registeret kan outsources.

Kommentar

Førelsen af refinansieringsregisteret vurderes at være et væsentligt aktivitetsområde, og det vurderes derfor hensigtsmæssigt, at det kan outsources efter samme vilkår som pengeinstitutteres øvrige væsentlige aktivitetsområder, jf. bekendtgørelse om outsourcing af væsentlige forretningsområder. Lovforslaget vil blive justeret i overensstemmelse hermed.

3.1.15. Regnskabsmæssige krav til aktører

FSR – danske revisorer forslår, at der fastsættes hensigtsmæssige regnskabsregler og revisionskrav til årsregnskaber – også for de nye aktører, der indføres såsom "formålsbestemte selskaber", "repræsentanter" og "tilsynsførende".

Kommentar

"Formålsbestemte selskaber", "repræsentanter" og "tilsynsførende" er virksomheder, der har en rolle i en sekuritiseringstransaktion, der invol-

verer et refinansieringsregister. Der er ikke tale om nye selskabsformer. Der vil altså allerede være krav til regnskaberne afhængigt af hvilken type selskab, der udfører rollen.

Yderligere regnskabskrav vil være en administrativ byrde for virksomhederne. Gevinsten ved at indføre yderligere krav skal ses i det lys.

Obligationsudstedelser vil ofte involvere større pengeinstitutter og advokatvirksomheder. Det er forventningen, at disse aktører vil stille nødvendige krav til de virksomheder, der deltager i transaktionerne. Der vurderes således ikke et behov for at stille yderligere regnskabsmæssige krav til de involverede virksomheder.

3.1.16. Ejerskabet over en berettiget enhed

Finansrådet ønsker, at pengeinstitutter kan udøve ejerskab over den berettigede enhed.

Kommentar

Der er i lovudkastet ikke givet mulighed for, at pengeinstituttet kan eje eller udøve betydelig indflydelse over den berettigede enhed.

Muligheden for et salg til et datterselskab via refinansieringsregisteret ville i visse tilfælde kunne lette udstedelse af værdipapirer med sikkerhed i puljer af lån, da organiseringen af et datterselskab kan være lettere end oprettelsen af en uafhængig enhed.

Ejerskab over den berettigede enhed udelukker imidlertid muligheden for, at pengeinstituttet kan få kapitallettelse på en udstedelse. Det ville dog give pengeinstitutterne mulighed for at rejse likviditet.

Den berettigede enheds uafhængighed giver imidlertid en grad af transparens og dermed beskyttelse for investorerne, som vurderes at veje tungere end eventuelle omkostninger i forbindelse med oprettelsen af et selvstændigt formålsbestemt selskab.

3.1.17. Solidarisk hæftelse

Finansrådet finder det problematisk, at pengeinstitutterne bliver solidarisk ansvarlige for forhold, som en anden juridisk enhed udfører. Det forekommer urimeligt, at pengeinstitutterne skal skadesløsholde den berettigede enhed for et hvert tab på dette grundlag.

Derudover bemærker Finansrådet, at det kan være vanskeligt for fællesudstedelser at håndtere kravet om solidarisk hæftelse for prospektet.

Kommentar

Baggrunden for bestemmelsen er, at værdipapirer med sikkerhed i puljer af lån oftest udstedes af formålsbestemte selskaber. Det formålsbestemte selskab køber lån og udsteder værdipapirer med sikkerhed i lånene. Det formålsbestemte selskab vil sjældent have andre aktiver end de købte lån.

Efter prospektdirektivet er udstederen som minimum ansvarlig for fejl og mangler i prospektet. Det er dog også muligt f.eks. for pengeinstituttet eller rådgivere at stå som ansvarlige for fejl og mangler i forskellige dele af prospektet.

Bestemmelsen er således indsat med henblik på at sikre, at investorer, der har lidt et tab som følge af misvisende eller mangelfulde oplysninger i prospektet eller tilsvarende udbudsmateriale, sikres en direkte adgang til at få deres tab dækket af pengeinstituttet, hvis det er beskrivelsen af de solgte aktiver, der er mangelfuld og dette kan tilskrives pengeinstituttets forhold er ansvar. Denne adgang skal bestå, uanset at det teknisk set er den berettigede enhed, der er udsteder af værdipapirerne.

Finansrådet fremhæver, at det er uhensigtsmæssigt, at pengeinstituttet skal være ansvarlig for et prospekt, der kan være udarbejdet af en selvstændig juridisk enhed, som pengeinstituttet, jf. øvrige dele af lovforslaget, ikke har formel kontrol med. Pengeinstitutterne vil dermed ved at sælge lån til en berettiget enhed løbe en risiko for, at den berettigede enhed ikke indarbejder de rette oplysninger i prospektet.

Hensigten har ikke været, at pengeinstituttet generelt skal være ansvarlig for hele prospektet, herunder i forhold til de oplysninger den berettigede enhed er nærmest til at beskrive, f.eks. den berettigede enheds organisation og ledelsesstruktur. Frem for solidarisk ansvar, kan bestemmelsen stedet fastslå, at pengeinstituttet er ansvarlig for de dele af prospektet eller tilsvarende udbudsdokumenter, der beskriver de aktiver, som pengeinstituttet har solgt til den berettigede enhed via refinansieringsregisteret.

Finanstilsynet vil i forbindelse med godkendelse af prospekter kontrollere, om kravene er opfyldt, herunder om de ansvarlige angives i prospektet, samt at disse har underskrevet prospektansvarserklæringen.

En tilpasning af bestemmelsen vil medføre, at risikoen for, at pengeinstituttet kan fraskrive sig ansvaret for en præcis og grundig beskrivelse af de solgte lån ved salg af lånene til en berettiget enhed, minimeres. Samtidig risikerer pengeinstituttet ikke at pådrage sig prospektansvar for de dele af prospektet, hvor pengeinstituttet ikke har bidraget til udarbejdelse.

sen, herunder låneporteføljer solgt til den berettigede enhed fra andre pengeinstitutter.

Lovforslaget tilpasses således, at det fremgår, at pengeinstituttet vil være ansvarlig for den del af prospektet, der beskriver de aktiver, som pengeinstituttet har solgt via refinansieringsregisteret til den berettigede enhed.

3.1.18. Statsgarantier og finansieringsinstitutter

Dansk Byggeri, Dansk Erhverv, DI og Danmarks Fiskeriforening fremhæver, at statsgarantier eller et selvstændigt finansieringsinstitut ville være befordrende for at sætte markedet for obligationer med sikkerhed i puljer af erhvervslån i gang. DVCA forslår, at man laver en fond á la Dansk Vækstkapital, der skal investere i danske erhvervsobligationer, for at sætte markedet i gang.

Kommentar

Baggrunden for lovforslaget er at skabe et marked for erhvervsobligationer på markedsmæssige vilkår.

Midlertidige garantier udstedt for at skabe et større marked for erhvervsobligationer indebærer den risiko, at investorer alene køber garanterede produkter på baggrund af garantien og ikke bruger kræfter på reelt at kreditvurdere produktet. Dermed risikeres det, at investorerne ikke reelt har øget deres kendskab til produktet, og dermed ikke har et bedre grundlag for kreditvurdering end initialt, den dag muligheden for garanti bortfalder.

Eventuelle garantier vil skulle prissættes til markedspris, hvis de ikke skal indeholde statsstøtte. En prisfastsættelse til markedspris vil betyde, at afkastet for investorerne vil falde tilsvarende med den reducerede risiko. Udsteder har mulighed for at købe sig til garantier fra f.eks. EIF, såfremt dette vurderes samlet set at være en attraktiv løsning for investorerne.

Evt. modeller med elementer af statsstøtte ville skulle notificeres til og godkendes af Kommissionen.

3.1.19. Evaluering af lovforslaget

Håndværksrådet og DI foreslår, at man evaluerer eller følger op på, om de nye lovgivningsmæssige rammer har effekt på virksomhedernes adgang til finansiering.

Kommentar

Erhvervs- og Vækstministeriet følger løbende creditsituationen. Ministeriet følger også løbende, om de iværksatte tiltag med henblik på at forbedre adgangen til finansieringen til erhvervslivet har en effekt.

Som en del af dette løbende arbejde vil ministeriet også følge op på, om de nye muligheder i lovforslaget udnyttes af pengeinstitutter og virksomheder.

3.2. Anvendelse af repræsentanter i forbindelse med obligationsudstedelse og andre kollektive gældsforhold

3.2.1. Lovfæstelse af repræsentanten og dens handlingsmuligheder

Der er flere høringssvar, der stiller spørgsmål ved, hvor lovreguleret repræsentanten skal være.

Bl.a. foreslår CorpNordic, at man i § 4 d, stk. 1, kunne fremhæve, at loven altid har forrang frem for aftaler, at man kunne overveje at gøre ”no action clause”, dvs. at investorer ikke kan tage direkte juridiske skridt mod udsteder uden om repræsentanten, lovbestemt frem for aftalebaseret, samt at man kunne gøre repræsentantordningen obligatorisk på erhvervsobligationsudstedelser.

F&P og Dansk Aktionærforening ønsker uddybet, i hvor høj grad repræsentanten repræsenterer alle obligationsejere, såvel store som små.

Kommentar

Hovedformålet med lovgivningen om repræsentanter er ikke at skabe én fast ramme for, hvad en repræsentant skal i forbindelse med alle obligationsudstedelser, men at sikre, at de aftalegrundlag om anvendelse af repræsentanter, som udstedere og investorer finder attraktive på forskellige udstedelser, nyder anerkendelse i dansk ret. Det giver en fleksibilitet, der vurderes hensigtsmæssig i forhold til udviklingen af markedet.

Det fremgår klart af loven, at repræsentanten uanset aftalegrundlaget skal repræsentere obligationsejernes interesser.

Repræsentanter kan være en fordel for obligationsejere og udstedere. Repræsentanter er imidlertid også en udgift i forbindelse med udstedelse, der vil skulle finansieres af udsteder og investorer i form af højere omkostninger eller lavere afkast. Repræsentanter er ikke obligatoriske i andre lande, og det vurderes derfor heller ikke hensigtsmæssigt at stille krav om repræsentanter på danske obligationsudstedelser.

Det anerkendes i den sammenhæng, at no action clause er en central del af lovgivningen for at kunne få repræsentantordninger til at virke. Det vurderes imidlertid mest hensigtsmæssigt ikke at gøre denne lovbestemt. Den nuværende formulering skitserer muligheden for at etablere no action clauses, men gør det samtidig muligt for investorer at bevare ret til

ensidigt at handle over for udsteder, hvilket f.eks. kan være relevant, hvis de ejer en vis andel af en obligationsudstedelse. Hermed opnås en fleksibilitet i forhold til investorernes og udstederens ønsker. Samtidig har aftalebaserede no action clauses den fordel, at investorerne ikke ved lov fratages rettigheder, de har i dag, men alene gives en mulighed for at indgå aftale om fraskrivelse af disse rettigheder i bestemte situationer.

Dette relaterer sig også til spørgsmålet fra F&P, der kunne henvise til en situation, hvor der f.eks. er en større og mange mindre investorer. Her vil repræsentanten repræsentere alle obligationsejere. Modellen åbner imidlertid mulighed for, at f.eks. en større investor har mulighed for at fastholde visse velafgrænsede rettigheder, selv om der knyttes en repræsentant på udstedelsen. Den fleksible model, der er valgt, giver mulighed for, at man i aftalegrundlaget for eksempel giver adgang til, at en investor med en vis andel af obligationerne ensidigt kan rejse sag på trods af en generel no action clause, hvis den store obligationsejer f.eks. er uenig med beslutninger truffet på et obligationsejermøde eller ønsker at agere før der kan indkaldes til møde.

3.2.2. Krav til at fungere som repræsentant

CorpNordic forslår, at der kunne stilles flere krav til repræsentanterne i form af kompetencer, habilitet og kapital.

Nasdaq OMX forslår, at der indsættes regler omkring repræsentanters uafhængighed. Dette kan eksempelvis være i form af en oplysningsforpligtelse, således at obligationsejerne har indsigt i, hvor tæt forbundet en udsteder er med den udpegede repræsentant.

Kommentar

I lovforslaget stilles der krav om, at repræsentanten skal være et kapital-selskab med den dertil hørende organisering. Derudover fremgår det eksplicit af loven, at repræsentanten skal repræsentere obligationsejernes interesser.

Generelt vil der være forskellige krav og forventninger til repræsentanter på forskellige typer af udstedelser. Med den fleksible ramme, der lægges op til i lovforslaget, vil det være op til udstedere og investorer at stille de krav, de finder nødvendige, til repræsentanterne.

Det er muligt at stille lovmæssige krav om, at en repræsentant skal være i besiddelse af f.eks. juridiske og økonomiske kompetencer. Opretholdelsen af sådanne krav vil kræve en form for tilsyn med, at repræsentanten lever op til kravene. Det formodes at være omkostningstungt i forhold til, at udstedere og investorer formodentligt vil stille de nødvendige krav til de virksomheder, der udpeges til repræsentanter, uden at der stilles lovgiv-

ningsmæssige krav. Samtidig vil lovgivningsmæssige krav vanskeliggøre en forretningsmodel, hvor en repræsentant hovedsagligt vælger at købe sig til nødvendige kompetencer fra underleverandører.

Der er muligt at opstille krav til kapital hos den enkelte repræsentant. Den kapital, der vil være relevant, vil imidlertid variere meget fra udstedelse til udstedelse. Hvis man stillede krav om en minimuskapital til alle repræsentanter i forhold til de største udstedelser, vil det formodentlig udelukke aktører fra markedet, der ellers kunne håndtere mindre udstedelser, evt. også til en lavere pris. Man kunne i den forbindelse overveje et gradueret kapitalkrav. Det kunne imidlertid betyde for store krav til nogle repræsentanter og samtidig ville det kræve, at der føres tilsyn med repræsentanterne. Tilsyn med repræsentanterne ville være ressourcekrævende, og det vurderes på den baggrund mere hensigtsmæssigt at lade udstedere og investorer stille de krav, som de finder passende til repræsentanterne, frem for at regulere dette i lovgivningen.

I forhold til habilitet er det principielt muligt at stille krav om, at repræsentanter ikke må være f.eks. datterselskab af et pengeinstitut, da der kan være risiko for, at pengeinstituttet vil have andre interesser end obligationsejerne. Mange af de største internationale repræsentanter er imidlertid netop datterselskaber af finansielle virksomheder, og et dansk krav som ovenstående vil dermed vanskeliggøre udvikling og integration af det danske marked for erhvervsobligationer.

Det er dog en mulighed, som Nasdaq OMX foreslår, at indsætte en oplysningsforpligtigelse for repræsentanten i forhold til eventuel tilknytning til udsteder. En repræsentant, der handler i egeninteresse frem for i obligationsejernes interesse, vil være i konflikt med loven. Obligationsejerne vil efter omstændighederne kunne anlægge en erstatningssag mod repræsentanten. For at sikre transparens omkring repræsentanters mulige tilknytningsforhold vil der blive indsat en oplysningspligt i forhold til repræsentantens uafhængighed, da det vil give investorerne bedre mulighed for at vurdere, om repræsentanten kan have tilsidesat deres interesser.

3.2.3. Tidspunkt for repræsentantens rettigheder og forpligtigelser

CorpNordic og Finansrådet stiller spørgsmålstejn ved hensigtsmæssigheden af ikrafttrædelsestidspunktet for repræsentantens rettigheder og forpligtigelser samt mulighederne for at inddrage repræsentanten rettidigt i forhold til den foreslåede procedure for godkendelse af repræsentanten i Finanstilsynet.

Kommentar

I lovforslaget tiltræder repræsentanten sine pligter og rettigheder, når repræsentanten er registreret hos Finanstilsynet. Det muliggør, at repræ-

sentanten kan udnævnes før udstedelsen af obligationerne. Det er hensigtsmæssigt i forhold til, at repræsentanten i visse tilfælde vil skulle underskrive dokumenter m.v. før eller parallelt med, at erhvervsobligationen bliver udstedt.

Muligheden for udnævnelse før udstedelse sikres ved, at der kun skal indsendes udkast til aftaler m.v. til Finanstilsynet, for at repræsentanten kan registreres og få tildelt sine rettigheder og pligter i forhold til en obligationsudstedelse. Finanstilsynet sletter repræsentantens registrering, hvis Finanstilsynet ikke inden 60 dage efter registreringen af repræsentanten har modtaget en meddelelse fra repræsentanten med tilstrækkelig dokumentation for, at obligationerne i den konkrete obligationsudstedelse er udstedt.

Derudover forventes det, at der vil være en relativt kort sagsbehandlings-tid i Finanstilsynet på korrekt udfyldte dokumenter.

3.2.4. Repræsentantens muligheder for at agere over for tredjemand
CorpNordic fremhæver, at repræsentanten med hjemmel i § 4 d, stk. 2, og stk. 4, nr. 2 også bør kunne repræsentere obligationsejernes over for tredjemand, så som pengeinstitutter, kreditorer osv.

Kommentar

CorpNordic kan f.eks. henvise til situationer, hvor repræsentanter forhandler med pengeinstitutter og øvrige kreditorer i forbindelse med en interkreditoraftale, hvor en virksomhed har misligholdt sine forpligtelser i henhold til obligationen, eller i forbindelse med en rekonstruktion uden for retssystemet.

I forbindelse med disse situationer skal repræsentanten kunne repræsentere investorerne indirekte overfor udsteder.

Bestemmelsen i § 4 d er ikke udtømmende og har således ikke til hensigt at afskære muligheden for denne type repræsentation. Bestemmelsen op-ridser således ikke alle de mulige konstellationer, hvor repræsentanten vil kunne repræsentere investorerne, men skaber mulighed for, at det kan reguleres af de konkret indgåede aftaler.

En repræsentants rettigheder i forbindelse med sådanne forhandlinger skal imidlertid enten fremgå af vilkårene eller en tilknyttet aftale eller evt. være fastlagt efterfølgende i overensstemmelse med de i vilkårene fastsatte procedurer.

3.2.5. Udskiftning af repræsentanter

Nasdaq OMX finder, at det bør overvejes at indføre mere objektive regler for, hvordan obligationsejerne kan udskifte en repræsentant.

Kommentar

Det følger af lovforslagets § 4 b, stk. 2, nr. 4, at det skal fremgå af vilkårene for obligationerne eller tilknyttede aftaler, hvordan repræsentanten kan udskiftes, for at repræsentanten kan registreres hos Finanstilsynet og dermed falde under loven.

Med den nuværende formulering vil det således være klart for potentielle obligationsejere, hvordan muligheden for udskiftning af repræsentanten er, og de vil have mulighed for at fravælge obligationsudstedelser, hvis de ikke er betrygget ved reglerne herom.

Yderligere objektive krav til udskiftning kunne gøre den danske lovgivning vanskelig at tilpasse internationale udstedelser, idet danske særkrav på området kunne gøre det uattraktivt for udenlandske udstedere at benytte sig af dansk lovgivning.

Derudover ville objektive udskiftningsregler være vanskelige at administrere, da det f.eks. kunne skabe situationer, hvor en myndighed vil blive nødt til at gribe ind i forhold til udskiftningen af en repræsentant, og f.eks. udpege en ny repræsentant, hvis der er uenighed mellem obligationsejerne herom, uden at den pågældende myndighed vil have de nødvendige forudsætninger herfor.

3.2.6. Repræsentantens konkurs

Nasdaq OMX mener, at det bør tydeliggøres, hvordan obligationsejerne er stillet ved repræsentantens konkurs i tilfælde, hvor repræsentanten enten er holder af pantet eller eksempelvis modtager betalinger på vegne af indehaverne af obligationerne.

Kommentar

En repræsentants konkurs adskiller sig ikke fra situationen, hvor en fuldmægtig går konkurs. Repræsentantens konkursbo omfatter således ikke aktiver, som den befuldmægtigede holder på vegne af andre, og konkursboet kan ikke indtræde i repræsentantens rolle.

I tilfælde af at der er stillet pant mv. over for repræsentanten på vegne af de til enhver tid værende obligationsejere, jf. forslaget til § 4 e, stk. 1, vil der imidlertid være behov for at udpege en ny holder af pantet.

Det vurderes på baggrund heraf hensigtsmæssigt, at kravet i forslaget til § 4 b, stk. 2, nr. 4, om at udkastet til vilkårene for obligationerne eller

tilknyttede aftaler skal indeholde en procedure for udskiftning af repræsentanter, udvides til også at omfatte udpegning af en ny repræsentant i tilfælde af, at en repræsentant går konkurs.

I sådanne tilfælde vil der være behov for at et eventuelt pant, som den tidligere repræsentant holdt på vegne af obligationsejerne overdrages til den nye repræsentant. Dette vil kunne ske ved den nye repræsentants henvendelse til konkursboet, der vil medvirke til at sikre gennemførelse af sådanne eventuelle ændringer i forhold til tingbøgerne mv.

3.2.7. Tydeliggørelse af hvilke andre former for sikkerheder, der kan stilles over for repræsentanten

Advokatrådet/Advokatsamfundet og Finansrådet ønsker, at det tydeliggøres, hvilke typer af sikkerheder, der kan stilles over for repræsentanten, f.eks. kautioner.

Kommentar

Det er intentionen, at alle typer af sikkerheder skal kunne stilles over for repræsentanten, da det vil størst mest mulig fleksibilitet i forhold til at få udviklet markedet for erhvervsobligationer i Danmark. Det vil blive tydeliggjort i lovforslaget.

3.2.8. Repræsentanters mulighed for at kontakte obligationsejere

CorpNordic og Finansrådet foreslår, at repræsentanter skal have adgang til obligationsejernes kontaktdetaljer i VP.

Kommentar

VP registrerer generelt de oplysninger, de har om danske depoter på enten CPR- eller CVR-numre. Det er dog også muligt, at man kan have sine aktiver placeret i såkaldte samledepoter, hvor det ikke er muligt at identificere ejeren. Det kan f.eks. være et større udenlandsk pengeinstitut, der står som kontaktperson på et samledepot for alle sine kunder. Adgang til oplysningerne vil således kun være til gavn for nogle, men ikke alle obligationsejere.

Repræsentanten vil på nuværende tidspunkt have mulighed for at kunne kommunikere til ejerne af obligationerne via en fondsbørsmeddelelse, avisannoncer eller forsendelser via VP.

En undtagelse i forhold til at give mulighed for, at VP kan videregive kontaktoplysninger, kan sende et uhensigtsmæssigt signal om, at det ikke er nødvendigt, at obligationsejere følger med i fondsbørsmeddelelser eller forsendelser via VP.

3.2.9. Anmeldelse af repræsentanter til OMX

CorpNordic foreslår, at det kunne overvejes, at repræsentanter også skal anmeldes til Nasdaq OMX.

Kommentar

Nasdaq OMX er en privat virksomhed. Nasdaq OMX kan stille dette krav til udstedere, der skal noteres, hvis de vurderer, at denne oplysning kan bidrage til at skabe et mere transparent og velfungerende obligationsmarked.

3.2.10. Registrering af repræsentanten

Finansrådet mener, at registreringen af repræsentanten i forhold til hver enkelt udstedelse er unødvendigt krævende.

Kommentar

Det er hensigtsmæssigt, at obligationsejere til en hver tid kan finde den repræsentant, der er repræsentant på deres obligationsudstedelse, på Finanstilsynets hjemmeside. Det indebærer, at der skal foretages en registrering af repræsentanten ved hver udstedelse.

3.3. Adgang til at andre end låntagerne i et realkreditaktieselskab kan udøve indflydelse på den forening, der ejer realkreditaktieselskabet

Realkreditrådet udtrykker tilfredshed over den foreslåede udvidelse af medlemsdemokratiet til at omfatte andre kundegrupper end låntagere i realkreditaktieselskabet. Realkreditrådet tilkendegiver dog, at det ikke kun er indehaverne af realkreditobligationer men også indehavere af særligt dækkede obligationer og særligt dækkede realkreditobligationer, som bør kunne vælge medlemmer til bestyrelsen i en fond eller forening, der har været et realkreditinstitut, og en fond, der er oprettet i forbindelse med omdannelse af et realkreditinstitut til et aktieselskab.

Kommentar

Det er hensigten med denne ændring, at også indehavere af særligt dækkede obligationer og særligt dækkede realkreditobligationer på lige fod med indehavere af realkreditobligationer, skal kunne vælge medlemmer til bestyrelsen i en fond eller forening, der har været et realkreditinstitut. I forslaget er dette afspejlet i formuleringen "indehavere af realkreditobligationer og andre værdipapirer".

På baggrund af Realkreditrådets bemærkninger findes det hensigtsmæssigt at præcisere i bemærkningerne, at "andre værdipapirer" omfatter særligt dækkede obligationer og særligt dækkede realkreditobligationer.

3.4. Indførelse af definitioner i lov om finansiel virksomhed af forsikringsholdingvirksomhed og blandet forsikringsholdingvirksomhed

3.4.1. Vedrørende definitionen af finansiel holdingvirksomhed

Forsikring & Pension bemærker bl.a., at de overordnet set er positivt stemt over for at indføre definitioner af forsikringsholdingvirksomhed og blandet forsikringsholdingvirksomhed, men mener dog at indførelsen af disse definitioner bør suppleres ved at ændre den nugældende definition af finansiel holdingvirksomhed i § 5, stk. 1, nr. 10, litra a og b, i lov om finansiel virksomhed. Efter Forsikring & Pensions opfattelse sikres dermed en mere stringent direktivimplementering og en afgrænsning af blandet forsikringsholdingvirksomhed over for både forsikringsholdingvirksomhed og finansiel holdingvirksomhed, som svarer til forsikringsgruppedirektivet og konglomeratdirektivet.

Kommentar

De med lovforslaget foreslåede to nye definitioner af forsikringsholdingvirksomhed og blandet forsikringsholdingvirksomhed stammer fra forsikringsgruppedirektivet med senere ændringer og blev ikke indarbejdet i lov om finansiel virksomhed i forbindelse med den øvrige implementering af forsikringsgruppedirektivet. Det er dette forhold, der nu vurderes at være behov for at ændre.

Det er korrekt, som anført af Forsikring & Pension, at der i direktiverne – dvs. forsikringsgruppedirektivet, konglomeratdirektivet og kreditinstitutdirektivet, herunder CRD IV (samt i øvrigt CRR-forordningen) – anvendes endnu et begreb ”blandet finansielt holdingselskab”. Dette begreb har aldrig været anvendt i lov om finansiel virksomhed.

Det vurderes ikke at være hensigtsmæssigt at ændre den nuværende definition af ”finansiel holdingvirksomhed” i lov om finansiel virksomhed til ”blandet finansiel holdingvirksomhed”. En sådan ændring vil således forde en grundig gennemgang og vurdering af nødvendigheden af en omarbejdelse af lovens nuværende koncernbestemmelser. Der vurderes ikke at være behov for denne analyse på nuværende tidspunkt, og forslaget om at indføre begrebet ”blandet finansiel holdingvirksomhed” imødekommes ikke.

For at imødekomme Forsikring & Pensions bemærkninger foreslås imidlertid en præcisering af definitionen af finansiel holdingvirksomhed i § 5, stk. 1, nr. 10, litra a, så det kommer til at fremgå eksplicit af denne, at en modervirksomhed ikke er en finansiel holdingvirksomhed, hvis dens finansielle dattervirksomheder udelukkende eller hovedsageligt er forsikringsvirksomheder eller forsikringsholdingvirksomheder eller er blandede forsikringsholdingvirksomheder.

3.4.2. Solvenskrav til forsikringsholdingvirksomheder

Advokatrådet henviser til, at der med lovforslaget foreslås indsat et nyt § 170 a i lov om finansiel virksomhed, hvoraf følger, at i koncerner, hvor modervirksomheden er en forsikringsholdingvirksomhed eller et forsikringsselskab, vil reglerne for forsikringsselskaber i § 126 i lov om finansiel virksomhed finde anvendelse på forsikringsholdingvirksomheden og koncernen. Advokatrådet mener, at det bør tydeliggøres, hvordan § 126 om solvenskrav i praksis tænkes anvendt for forsikringsholdingvirksomheder. Det er Advokatrådets opfattelse, at § 126 forudsætter, at virksomheder, der skal opfylde bestemmelsens krav, har tilladelse til at drive forsikringsvirksomhed, da solvenskravet i § 126 måles i forhold til forsikringsmæssige hensættelser, præmieindtægter eller erstatningsudgifter.

Advokatrådet henviser til, at en forsikringsholdingvirksomhed ikke vil kunne få tilladelse til at drive forsikringsvirksomhed og derfor ikke kan have præmieindtægter. Selvom virksomheden formentlig kan opgøre et individuelt solvensbehov, mener Advokatrådet, at Finanstilsynets mulighed for at fastsætte et solvenskrav forudsætter, at den virksomhed, der får pålagt solvenskravet, har forsikringsmæssige hensættelser, præmieindtægter eller erstatningsudgifter.

Kommentar

Forsikringsselskaber skal holde kapital, der mindst svarer til det højeste af følgende tre beløbsstørrelser: Minimumskapitalkravet, solvenskravet og det individuelle solvensbehov. Solvenskravet beregnes i forhold til forsikringsmæssige hensættelser, præmieindtægter eller erstatningsudgifter. Minimumskapitalkravet er, afhængig af typen af forsikringsselskab, et beløb mellem 1,1 og 3,5 mio. euro. Fsva. det individuelle solvensbehov er det fast praksis efter § 126 i lov om finansiel virksomhed, at et forsikringsselskab selv opgør sit individuelle solvensbehov, og hvis dette er højere end lovens kapitalkrav, skal selskabet have kapital svarende til dette højere beløb.

Som anført af Advokatrådet vil en forsikringsholdingvirksomhed som følge af den manglende tilladelse til at drive forsikringsvirksomhed ikke have præmieindtægter og vil derfor ikke kunne fastsætte et "almindeligt" solvenskrav. Derudover fremgår det af lovforslaget, at en forsikringsholdingvirksomhed heller ikke vil være omfattet af minimumskapitalkravene.

Når det derfor foreslås, at § 126 skal finde anvendelse på forsikringsholdingvirksomheder så betyder det, at det for disse virksomheder vil det være det individuelle solvensbehov, der er relevant.

På baggrund af Advokatrådets bemærkninger skønnes det hensigtsmæssigt at præcisere dette i lovforslagets bemærkninger, således at det tydeligere fremgår, at det for forsikringsholdingvirksomheder er det individuelle solvensbehov, der vil være relevant. Beregningen af individuelt solvensbehov er reguleret i bekendtgørelse om solvens og driftsplaner for forsikringsselskaber. Forsikringsholdingvirksomheder skal beregne individuelt solvensbehov efter samme regler som forsikringsselskaber.

3.4.3. Koncerninterne transaktioner og blandede forsikringsholdingvirksomheder

Forsikring & Pension henviser til, at der i lovforslaget er foreslået et nyt nr. 3 i § 181, stk. 1, i lov om finansiel virksomhed, hvorefter Finanstilsynet kan fasttætte nærmere regler for transaktioner, der indgås mellem en finansiel virksomhed og en blandet forsikringsholdingvirksomhed. Forsikring & Pension bemærker, at denne tilføjelse er overflødig, da blandede forsikringsholdingsvirksomheder vil være omfattet af reglerne om koncerninterne transaktioner allerede i kraft af den gældende § 181, stk. 1, nr. 1, da en blandet forsikringsholdingvirksomhed per definition er en modervirksomhed.

Kommentar

En af de få bestemmelser i lov om finansiel virksomhed, som regulerer de blandede forsikringsholdingvirksomheder er § 181 om koncerninterne transaktioner.

Som Forsikring & Pension anfører, vil en blandet forsikringsholdingvirksomhed altid være en modervirksomhed, og § 181 vil derfor selv uden en lovændring kunne fortolkes som omfattende disse virksomheder. Det foreslås, at den foreslåede tilføjelse af nyt nr. 3 til § 181, stk. 1, i lov om finansiel virksomhed udgår af lovforslaget.

3.5. Udvidelse af anvendelsesområdet for bestemmelserne §§ 70 og 71 i lov om finansiel virksomhed, til også at omfatte finansielle holdingvirksomheder og forsikringsholdingvirksomheder

Realkreditrådet har anført, at det er for vidtgående at udbrede bestemmelserne § 70 og § 71 i lov om finansiel virksomhed, til holdingvirksomheder, hvis eneste eller primære aktivitet er at eje kapitalandele i en finansiel virksomhed. Bestemmelserne sætter krav til bestyrelsens opgaver (§ 70) og krav til virksomhedens indretning (§71) bl.a. via bekendtgørelse om ledelse og styring af pengeinstitutter m.fl. (§ 71 bekendtgørelsen). Realkreditrådet anfører, at disse virksomheder bør undtages fra bestemmelsernes anvendelsesområde. Realkreditrådet finder ikke, at reglerne skaber en merværdi, der står i et rimeligt forhold til den indsats, som holdingvirksomheden skal levere for at opfylde de nye krav til bestyrelse og virksomhedsindretning, og at der blot vil ske en markant forøgelse af de ad-

ministrative byrder og omkostninger for holdingvirksomheden. Hvis ikke de ovennævnte virksomheder helt kan undtages fra bestemmelsens anvendelsesområde, ønskes det præciseret, at kravene, der stilles til holdingvirksomhederne, skal være direkte relevante for holdingvirksomhedens risici, og der skal samtidig sikres en klar afgrænsning af, hvad holdingvirksomhederne skal rapportere om.

Realkreditforeningen fremhæver med samme begrundelse som Realkreditrådet, at en vurdering af hvilke krav, der vil være relevante for finansielle holdingvirksomheder, ikke bør foretages af Finanstilsynet alene, men i stedet bør ske på baggrund af en tæt dialog mellem Finanstilsynet og de finansielle virksomheder.

Forsikring & Pension henviser til, at det af forslaget fremgår, at Finanstilsynet vil foretage en vurdering af, hvilke krav i forhold til bestyrelsesopgaver og virksomhedsindretning, der skal gælde for finansielle holdingvirksomheder og forsikringsholdingvirksomheder. Forsikring & Pension foreslår, at det skal fremgå mere direkte af bestemmelsernes formulering således, at Finanstilsynet får hjemmel til at fastsætte relevante og proportionale regler for sådanne holdingvirksomheder. I modsat fald kan det efter Forsikring & Pensions opfattelse medføre opbygning af unødvendige dobbelt kompetencer i sådanne holdingvirksomheder, hvilket i værste fald kan så tvivl om ansvarsplaceringen.

Kommentar

Med forslaget imødekommes internationale krav fra den Europæiske Bankmyndighed og International Association of Insurance Supervisors (IAIS) om, at regler om bestyrelses opgaver og krav til virksomhedsindretning, der i dag gælder for finansielle virksomheder, også skal gælde på koncernniveau.

Som det fremgår af bemærkningerne til lovforslaget er det væsentligt, at der også gælder krav til virksomhedsindretning og bestyrelsesarbejde på koncernniveau, da en holdingvirksomhed, som er kapitalejer i en finansiell virksomhed, via sit ejerskab har betydelig mulighed for at påvirke aktiviteter og risici i den finansielle virksomhed, ligesom der i visse tilfælde kan opstå behov for, at en finansielle holdingvirksomhed eller forsikringsholdingvirksomhed økonomisk understøtter en finansiell dattervirksomhed.

Det fremgår endvidere af bemærkningerne til lovforslaget, at da finansielle holdingvirksomheder og forsikringsholdingvirksomheder ikke nødvendigvis har aktiviteter, som kan begrunde en så detaljeret regulering, som er gældende for finansielle virksomheder, vil Finanstilsynet vurdere hvilke krav der vil være relevante at stille til finansielle holdingvirksom-

heder og forsikringsholdingvirksomheder i de bekendtgørelser om ledelse og styring, som vil blive udstedt med hjemmel i §§ 70 og 71.

Finanstilsynet vurderer derfor, at der i forslaget er taget fornøden højde for, at aktiviteterne i finansielle holdingvirksomheder og forsikringsholdingvirksomheder ofte er begrænsede, og kravene til virksomhedsstyring og bestyrelsens arbejde i holdingvirksomheder vil afspejle dette. Det skønnes imidlertid hensigtsmæssigt, at det i lovforslagets bemærkninger præciseres, at Finanstilsynet ved anvendelsen af hjemlen til at udstede regler vil anlægge en proportionalitetsbetragtning.

3.9. Beskyttelse af aktiver overført til sikkerhed for et clearingmedlems kunders positioner imod retsforfølgning af clearingmedlemmets kreditorer

Finansrådet, Danske Advokater og Plesner Advokatfirma bemærker, at centrale modparter (CCP'er) i praksis anvender forskellige modeller/tilgange for håndtering af clearingmedlemmers kunder og anfører i den forbindelse, at det foreliggende forslag alene ses at tage højde for én af disse modeller, nemlig den såkaldte fuldmægtigmodel, hvor CCP'en direkte anerkender kunden som ejer af de pågældende positioner og aktiver stillet til sikkerhed herfor.

Finansrådet, Danske Advokater og Plesner Advokatfirma tilkendegiver i forlængelse heraf, at forslaget, som følge af, at CCP'ernes fremgangsmåde for håndtering af clearingmedlemmers kunder kan variere, bør udformes således, at der ydes kunden beskyttelse mod clearingmedlemmets kreditorer, uanset hvilken model/tilgang CCP'en anvender og således også kan bringes i anvendelse over for kundernes positioner og aktiver i tilfælde, hvor en CCP benytter den såkaldte principalmode, hvor clearingmedlemmet anses for modpart (ejer) og kunden, i forholdet til CCP'en, som udgangspunkt ikke har rettigheder over positionerne og aktiver stillet til sikkerhed herfor.

Finansrådet og Danske Advokater henviser i øvrigt til det i bemærkningerne anførte om forslagens forhold til konkurslovens regler, og bemærker at det er vigtigt, for at sikre EMIR-forordningens forudsætning om overførbarhed, at det fremgår klart, hvordan forslaget korresponderer med konkurslovens regler, herunder særligt i forhold til omstødelse.

Forsikring & Pension anfører, at de er i tvivl om, hvorvidt sikkerheden skal gøres gældende i aktiverne, sådan som det synes forudsat i lovforslaget, idet de konkrete kontrakter fra CCP'er ikke forudsætter udbetaling til clearingmedlemmets kunde af nøjagtig samme aktiver som clearingmedlemmet oprindeligt har overført. Forsikring og Pension foreslår derfor, at lovforslaget ændres så det udtrykker, at clearingmedlemmer har sikret sig,

at den udbetaling som CCP'en foretager, vil blive respekteret af clearingmedlemmets konkursbo. Altså at det senere konkursbo accepterer, at CCP'en kan betale direkte til clearingmedlemmets kunder uden, at konkursboet kan anfægte det.

Plesner Advokatfirma har endvidere anført, at den nye bestemmelse ikke tager tilstrækkelig højde for at, de af kunden til clearingmedlemmet overførte aktiver bør være sikrede mod clearingmedlemmets kreditorer allerede fra tidspunktet, hvor de overføres til clearingmedlemmet, og ikke først når aktiverne er 'overdraget til en central modpart'.

Kommentar

Det skal indledningsvis bemærkes, at bestemmelsen i værdipapirhandelslovens § 57 f foreslås med henblik på at sikre anvendeligheden af EMIR-forordningens forudsætninger om overførbarhed af clearingmedlemmers kunders aktiver og positioner.

Det har været hensigten, at både principalmodellen og fuldmægtigmodellen skulle omfattes af den foreslåede bestemmelse. Baseret på de indkomne høringssvar er det imidlertid vurderingen, at forslaget og bemærkningerne hertil bør ændres som foreslået af Finansrådet og Danske Advokater for at tydeliggøre, at forslaget omfatter clearingarrangementer efter såvel fuldmægtigmodellen som principalmodellen.

Det vurderes ikke, at beskyttelsen skal udvides til at gælde, så snart aktivet overføres til clearingmedlemmet som foreslået af Plesner Advokatfirma. Forslaget har til hensigt at sikre, at processen kan afvikles i overensstemmelse med forudsætningerne i EMIR-forordningen. Det er en forudsætning for overførbarhed i EMIR-forordningen, at aktiverne er overdraget til CCP'en. EMIR-forordningen tilsigter derimod ikke beskyttelse blot ved overførsel af aktiver til clearingmedlemmet, og aktiver, som endnu ikke er overdraget til CCP'en, må derfor behandles efter de almindelige konkursretlige regler.

Som angivet af høringsparterne kan der opstå tvivl om, hvilke rettigheder et clearingmedlems konkursbo måtte have i de positioner og aktiver, som er overført til en CCP med henblik på clearing af et clearingmedlems kundes positioner. Med henblik på at sikre korrekt anvendelse af EMIR-forordningens forudsætning om overførbarhed er det vurderingen, at der på baggrund af Finansrådets og Danske Advokaters høringssvar er behov for i lovteksten i et nyt stk. 2 at fastsætte, at et clearingmedlems kundes rettigheder til de i stk. 1 nævnte positioner og aktiver ikke kan omstødes, såfremt kundens erhvervelse af rettighederne konkret fremstod som ordinær. Det vurderes, at denne ændring vil imødekomme det af Forsikring og Pension tilkendegivne forslag om tydeliggørelse af, at konkursboet

skal respektere CCP'ens udbetaling af aktiverne til clearingmedlemmets kunde.

4. Oversigt over hørte organisationer, myndigheder m.v.

Lovforslaget har inden fremsættelsen været sendt i høring hos følgende:

Advokatrådet, Amnesty International, Andelskassen, Arbejderbevægelsens Erhvervsråd, Arbejdsmarkedets Erhvervssygdomssikring (AES), Arbejdsmarkedets Tillægspension (ATP), Arbejdsskadestyrelsen, Børsmæglerforeningen, Danish Venture Capital and Private Equity Association, Danmarks Nationalbank, Danmarks Rederiforening, Danmarks Skibskredit A/S, Dansk Aktionærforening, Dansk Arbejdsgiverforening, Dansk Byggeri, Dansk Ejendomsmæglerforening, Dansk Erhverv, Dansk Forening for International Motorkøretøjsforsikring (DFIM), Dansk Industri, Dansk Investor Relations Forening – DIRF, Dansk Kredit Råd, Dansk Metal, Dansk Pantebrevsforening, Danske Advokater, Danske Forsikringsfunktionærers Landsforening, Danske Maritime, Danske Regioner, Datatilsynet, Den Danske Aktuarforening, Den Danske Dommerforening, Den Danske Finansanalytikerforening, Den Danske Fondsmæglerforening, Det Kriminalpræventive Råd, Direktoratet for Kriminalforsorgen, Disciplinærnævnet for Statsautoriserede Revisorer, Dommerfuldmægtigforeningen, Ejendomsforeningen, FDFA – Foreningen af Danske Forsikringsmæglere og ForsikringsAgenturer, FDIH – Foreningen for Distance- og Internethandel, Finans og Leasing, Finansforbundet, Finanshuset i Fredensborg A/S, Finansiell Stabilitet A/S, Finansrådet – Danske Pengeinstitutters Forening, Finanssektorens Arbejdsgiverforening, Forbrugerombudsmanden, Forbrugerrådet, Foreningen af Forretningsførere for Udenlandske Forsikringsselskaber, Foreningen af Interne Revisorer, Foreningen af J.A.K. Pengeinstitutter, Foreningen af Offentlige Anklagere, FOREX, Forsikring & Pension, Forsikringsmæglerforeningen, Frivilligrådet, FSR – danske revisorer, Funktionærernes og Tjenestemændenes Fællesråd (FTF), Garantifonden for indskydere og investorer, Garban-Intercapital Scandinavia, GXG Markets A/S, HK-Landsklubben Danmarks Domstole, HK-Landsklubben for Politiet, Håndværksrådet, Indsamlingsorganisationernes Brancheorganisation (ISOBRO), Institut for Menneskerettigheder, InvesteringsForeningsRådet, ISACA Denmark Chapter, IT-branchen, KommuneKredit, Kommunernes Landsforening, Kriminalpolitisk Forening (KRIM), Kuratorforeningen, KøbmandStandens OplysningsBureau, Landbrug & Fødevarer, Landsforeningen af Forsvarsadvokater, Landsforeningen for Bæredygtigt Landbrug, Landsorganisationen i Danmark (LO), Lokale Pengeinstitutter, Lønmodtagernes Dyrtidsfond (LD), NASDAQ OMX Copenhagen A/S, Nets, Parcelhus ejernes Landsforening, Politiforbundet i Danmark, PostDanmarks Juridiske afdeling, Realkreditforeningen, Realkreditrådet, Rederiforeningen af 1895, Regionale Bankers Forening, Regnskabsrådet, Retspolitisk Forening, Retssikkerhedsfonden, Revisornævnet, Revisortilsynet, Rigsadvo-

katen, Rigspolitiet, Rigsrevisionen, Samtlige byretter, Skibs- og Bådebyggeriets Arbejdsgiverforening, Statsadvokaten for Særlig Økonomisk Kriminalitet, Sø- og Handelsretten, Telekommunikationsindustrien i Danmark, Vestre Landsret, VP Securities A/S, Western Union, Østre Landsret, Færøernes Hjemmestyre via Rigsombudsmanden på Færøerne, Grønlands Selvstyre via Rigsombudsmanden i Grønland, Beskæftigelsesministeriet, Domstolsstyrelsen, Erhvervs- og Vækstministeriet, Erhvervsstyrelsen, Finansministeriet, Forsvarsministeriet, Justitsministeriet, Kirkeministeriet, Klima, Energi- og Bygningsministeriet, Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen, Kulturministeriet, Miljøministeriet, Ministeriet for By, Bolig og Landdistrikter, Ministeriet for Børn og Undervisning, Ministeriet for Forskning, Innovation og Videregående uddannelser, Ministeriet for Fødevarer, Landbrug og Fiskeri, Ministeriet for Sundhed og Forebyggelse, Moderniseringsstyrelsen, Patent- og Varemærkestyrelsen, Pensionsstyrelsen, Sikkerhedsstyrelsen, Skatteministeriet, Social- og Integrationsministeriet, Statsministeriet, Søfartsstyrelsen, Transportministeriet, Udenrigsministeriet, Økonomi- og Indenrigsministeriet og Den Europæiske Centralbank.

Følgende organisationer, myndigheder m.v. har haft bemærkninger med indhold:

Corpnordic Denmark A/S, Ejendomsforeningen Danmark, Horesta, Dansk Byggeri, Statsadvokaten for særlig økonomisk og international kriminalitet, LD, Investeringsforeningsrådet, Justitsministeriets - Direktorat for Kriminalforsorgen, TER, DLR Kredit A/S, Rigsombudsmanden på Færøerne, Håndværksrådet, Advokatrådet, Landbrug og Fødevarer, DI, Dansk Aktionærforening, Realkreditrådet, Realkreditforeningen, Nasdaq OMX, Danske Revisorer – FSR, Garantifonden for indskydere og investorer, Finansrådet, dvca, VP Securities A/S, Plesner Advokatfirma, ATP, AES, Den Europæiske Centralbank, Forsikring & Pension, Dansk Erhverv, Lokale Pengeinstitutter, Danmarks Nationalbank, Danske Advokater og Danmarks Fiskeriforening.