



Bruselj, 24.7.2020
COM(2020) 284 final

POROČILO KOMISIJE EVROPSKEMU PARLAMENTU IN SVETU

**o oblikovanju posebnega okvira za enostavno, pregledno in standardizirano sintetično
listinjenje, omejeno na sintetično listinjenje bilanc stanja**

(Besedilo velja za EGP)

{SWD(2020) 120}

1. OZADJE IN UTEMELJITEV

Člen 45(1) Uredbe (EU) 2017/2402¹ (v nadaljnjem besedilu: uredba o listinjenju) od Evropskega bančnega organa (v nadaljnjem besedilu: EBA) zahteva, da objavi poročilo o izvedljivosti posebnega okvira za enostavno, pregledno in standardizirano (v nadaljnjem besedilu: STS) sintetično listinjenje, omejeno na sintetično listinjenje bilanc stanja. Sintetična bilančna listinjenja so posli listinjenja, pri katerih originator, običajno banka, uporabi finančna poročstva ali kreditne izvedene finančne instrumente, da na tretje osebe prenese kreditno tveganje opredeljene skupine sredstev, ki jo ima v svoji bilanci stanja in za katero je bil v veliki večini primerov tudi prvotni kreditodajalec. Osnovna sredstva so običajno krediti za podjetja, krediti za MSP ali financiranje trgovine – sredstva, ki so za originatorja iz različnih razlogov bolj zapletena ali manj privlačna, da bi jih listninal na tradicionalen način. Kot taka je bilančna sintetična listinjenja mogoče jasno razlikovati od arbitražnih sintetičnih listinjenj, ki vključujejo osnovna sredstva, ki niso v lasti originatorja listinjenja. Namesto varovanja pred kreditnim tveganjem je glavni namen arbitražnega sintetičnega posla poiskati arbitražo med razmikom na kreditno kakovost skupine sredstev ali produktnih indeksov in razmikom na posledični produkt listinjenja.

Uvodna izjava 24 uredbe o listinjenju tudi poziva EBA, naj opredeli ustrezna merila za tak poseben okvir „za spodbujanje financiranja realnega gospodarstva, zlasti malih in srednjih podjetij, ki imajo od takšnih listinjenj največ koristi“.

V skladu s členom 45(2) uredbe o listinjenju mora Komisija na podlagi zgoraj navedenega poročila EBA Evropskemu parlamentu in Svetu predložiti poročilo o vzpostavitvi posebnega okvira STS za bilančno sintetično listinjenje, po potrebi skupaj z zakonodajnim predlogom.

Poročilo EBA je bilo objavljeno 6. maja 2020². Temelji na prejšnjem poročilu EBA o sintetičnem listinjenju (EBA Report on Synthetic Securitisation), objavljenem decembra 2015³, katerega priporočila so že upoštevana v uredbi o kapitalskih zahtevah⁴ (v nadaljnjem besedilu: CRR), in na dokumentu za razpravo o prenosu pomembnega deleža tveganja pri listinjenju (Discussion Paper on Significant Risk Transfer⁵ in Securitisation), objavljenem septembra 2017⁶. Prenos pomembnega deleža tveganja je zlasti pomemben za sintetično listinjenje, saj sta prenos tveganja in s tem povezana kapitalska olajšava eden od vzgibov za uporabo te vrste listinjenja.

EBA je pri pripravi poročila septembra 2019 objavil dokument za razpravo za dvomesečno posvetovanje. V večini odzivov je bila izražena močna podpora analizi trga in utemeljitvi za razvoj okvira STS za sintetično listinjenje, tako da poročilo EBA gradi na širokem soglasju deležnikov glede izvedljivosti takega okvira in ustreznih meril, s katerimi bi se vanj vključilo sintetično listinjenje.

¹ Uredba (EU) 2017/2402 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 12. decembra 2017 o določitvi splošnega okvira za listinjenje in o vzpostavitvi posebnega okvira za enostavno, pregledno in standardizirano listinjenje ter o spremembah direktiv 2009/65/ES, 2009/138/ES in 2011/61/EU ter uredb (ES) št. 1060/2009 in (EU) št. 648/2012.

² <https://eba.europa.eu/eba-proposes-framework-sts-synthetic-securitisation>.

³ <https://eba.europa.eu/eba-issues-advice-on-synthetic-securitisation-for-smes>.

⁴ Uredba (EU) 2017/2401 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 12. decembra 2017 o spremembi Uredbe (EU) št. 575/2013 o bonitetnih zahtevah za kreditne institucije in investicijska podjetja.

⁵ Prenos pomembnega deleža tveganja je potreben, da lahko banka v vlogi originatorja izključi listinjene izpostavljenosti iz svojih tveganju prilagojenih sredstev v primeru tradicionalnega listinjenja ali izračuna svoja tveganju prilagojena sredstva v skladu s členoma 251 in 252 CRR v primeru sintetičnih listinjenj.

⁶ <https://eba.europa.eu/regulation-and-policy/securitisation-and-covered-bonds/discussion-paper-on-the-significant-risk-transfer-in-securitisation>.

2. POSEBNOSTI BILANČNEGA SINTETIČNEGA LISTINJENJA

Sintetično listinjenje in tradicionalno listinjenje / listinjenje s pravo prodajo se ne razlikujeta bistveno po naravi osnovnih izpostavljenosti, tranširanju tveganja in kapitalskih (kaskadnih) strukturah. Znatno pa se razlikujeta glede načinov prenašanja tveganja z originatorja na investitorja.

Tradicionalno listinjenje vključuje tak dejanski zakonit prenos sredstev s strani izdajatelja vrednostnih papirjev tako, da se lastništvo dejansko prenese na subjekt s posebnim namenom pri listinjenju (SSPE), ki tako postane upravičen do denarnih tokov, ustvarjenih z navedenimi sredstvi. Pri bilančnem sintetičnem listinjenju se tveganje prenese s pogodbo o kreditnem zavarovanju (kreditni izvedbeni finančni instrumenti ali finančna poročila) med originatorjem in investitorjem, tako da osnovne izpostavljenosti v lastništvu originatorja ostanejo v njegovi bilanci stanja. Za tradicionalno listinjenje sta tako potrebna SSPE in dejanska izdaja vrednostnih papirjev, medtem ko pri sintetičnem listinjenju nič od tega ni nujno.

Zaradi večje prožnosti sintetičnega mehanizma so bilančna sintetična listinjenja običajno lažje izvršljiva od tradicionalnega listinjenja. Poleg tega so njihovi stroški običajno nižji, jih je pa tudi mogoče hitreje urediti. Originatorju omogočajo, da se izogne pravnim in operativnim težavam, ki lahko nastanejo v procesu prenosa lastništva osnovnih izpostavljenosti pri tradicionalnem poslu.

V zadnjih letih so bile tržne prakse bilančnih sintetičnih listinjenj znatno poenostavljene in iz dokazov v panogi je mogoče sklepati, da se je dokumentacija, priložena instrumentu, skrčila s približno 500 strani pred svetovno finančno krizo na sedanjih manj kot 50 strani, kar kaže na precejšnje zmanjšanje kompleksnosti.⁷

Prenos tveganja pri sintetičnem listinjenju je odvisen ne le od kapitalske strukture posla (tj. tranširanja) in morebitnih mehanizmov podpore s strani originatorja (kot velja pri listinjenju s pravo prodajo), temveč tudi od značilnosti pogodbe o kreditnem zavarovanju, sklenjene med strankama, in kreditne sposobnosti investitorja. Zatekanje h kreditnemu zavarovanju, zlasti če je osebno in ga zagotavljajo nejavni prodajalci zavarovanj, izpostavlja posamezne banke tveganju nasprotne stranke in lahko v primeru visoke koncentracije prodajalcev zavarovanja ustvari medsebojno povezanost v finančnem sistemu, ki ima lahko sistemske posledice (kot se je pokazalo med finančno krizo 2008/2009). Ne glede na to je tveganje neusklajenih interesov med originatorji in investitorji manjše, ko obe stranki skleneta posel ob polnem poznavanju povezanih tveganj, saj je obvladovanje tveganj enako pomembno za prodajalca zavarovanja in kupca zavarovanja.

Sintetično listinjenje se od tradicionalnega listinjenja razlikuje tudi po namenu. Uporaba sintetičnega listinjenja se je dejansko izkazala kot učinkovito orodje za veliko število bank pri dejavnostih obvladovanja kreditnih tveganj in upravljanja kapitala, saj jim omogoča, da kreditno tveganje učinkovito prenesejo na trge zasebnega kapitala ter s tem sprostijo kapitalske in posojilne omejitve, to pa jim omogoči nadaljevanje kreditnih dejavnosti, medtem ko se tradicionalno listinjenje pogosteje uporablja za pridobitev financiranja iz prodaje sredstev, ne toliko kot orodje za obvladovanje kreditnih tveganj.

3. USPEŠNOST NA TRGU

Tržna dinamika

Nezapoljivost celovitih podatkov o razvoju trga in uspešnosti sintetičnih listinjenj je bila med ključnimi dejavniki, zaradi katerih je bila oznaka STS v Uredbi (EU) 2017/2402 omejena na tradicionalna listinjenja. EBA je to vrzel zapolnil z zbiranjem (i) podatkov o obsegu poslov bilančnega sintetičnega listinjenja za obdobje od leta 2008 do začetka leta 2019, (ii) podatkov o neuspešnosti bilančnega sintetičnega listinjenja za isto obdobje, (iii) nadzornih podatkov o poslih, s katerimi je bil dosežen prenos pomembnega deleža tveganja, ter (iv) informacij, pridobljenih od

⁷ Synthetic securitisation: Making a silent comeback (Sintetično listinjenje: tihi povratek), Deutsche Bank EU Monitor, 21. februar 2017.

panoge na okrogli mizi marca 2019, in iz drugih analiz trga. Vendar kljub temu znatnemu prizadevanju slika še ni čisto popolna, predvsem zaradi dvostranske in zasebne narave teh vrst poslov v letih od svetovne finančne krize. Poleg tega je veliko poslov, o katerih se je poročalo, izhajalo iz zadnjih let in zato še niso šli skozi celoten poslovni cikel. Nazadnje, nekateri podatki so bili zbrani z anketiranjem udeležencev na trgu in zato morda niso popolnoma reprezentativni za celoten trg.

Zbrane informacije so pokazale, da je finančna kriza iz leta 2008 temeljito preoblikovala trg sintetičnega listinjenja. Pred njo je evropsko sintetično listinjenje doseglo vrh v letih 2004–2005, ko so zneski zaradi velike ponudbe arbitražnih sintetičnih poslov preseгли 180 milijard EUR. Arbitražni sintetični posli so med krizo utrpeli precejšnje izgube, kar kaže na njihovo kompleksnost, pomanjkanje preglednosti in nepopolno uskladitev interesov, in zdi se, da so večinoma izginili ter da trg zdaj sestavljajo predvsem bilančni posli.

Podatki o izdaji kažejo na pozitiven trend. Po nekaj letih upočasnjene dejavnosti po finančni krizi, ki je bila odsev stigmatizacije instrumentov listinjenja, je sintetični trg v zadnjih letih okreval, pri čemer sta se število in obseg poslov enakomerno povečevala. Po podatkih, ki jih je zbralo mednarodno združenje upravljalcev kreditnih portfeljev (International Association of Credit Portfolio Managers (IACPM)), se je v letu 2018 začelo približno 49 poslov v skupnem znesku 105 milijard EUR, kar je največ od finančne krize (glej sliko 1).

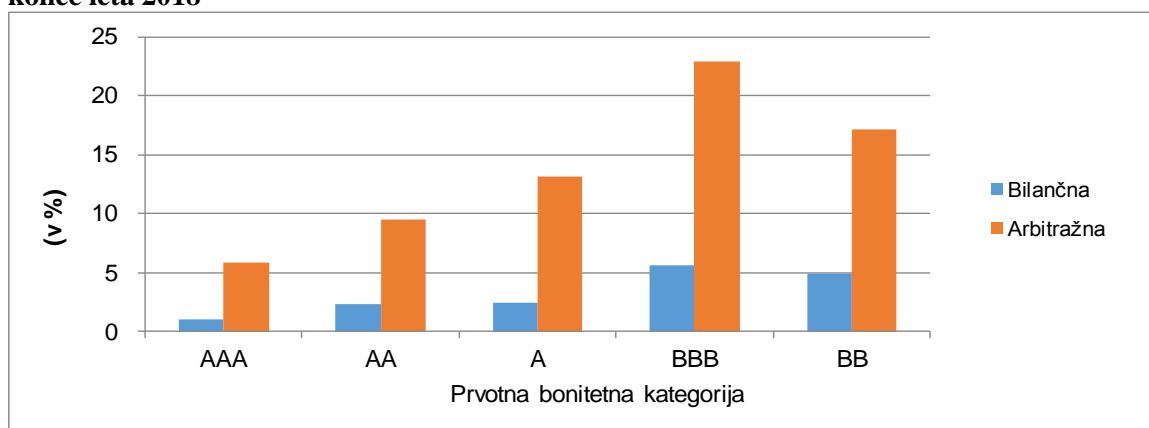
Slika 1: Izdaja na področju bilančnih listinjenj v Evropi po svetovni finančni krizi



Vir: EBA, IACPM.

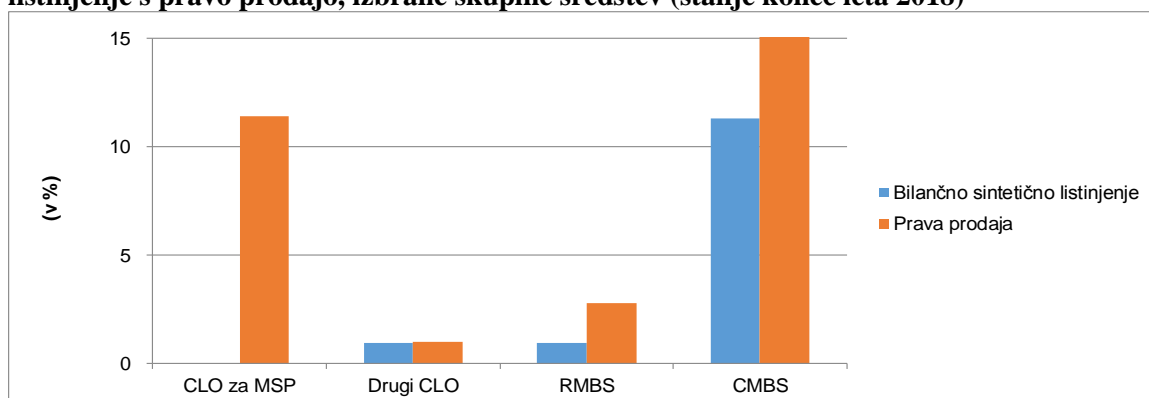
Spremembo narave evropskega trga sintetičnega listinjenja in prevlado bilančnega segmenta bi bilo mogoče pojasniti z nizko stopnjo neplačil instrumenta celo med finančno krizo leta 2008. Po podatkih, ki jih je zbral EBA, so imeli investitorji v bilančne posle bistveno manjše izgube kot investitorji v arbitražne sintetične posle (glej sliko 2). Dejansko so bile v primerjavi s tradicionalnimi listinjenji pri bilančnih poslih običajno boljše tudi stopnje neplačil v celotnem obdobju trajanja za vse bonitetne ocene in skupine sredstev (glej sliko 3).

Slika 2: Stopnja neplačil v celotnem obdobju trajanja za sintetične tranše, stanje konec leta 2018



Vir: EBA, S&P.

Slika 3: Stopnja neplačil v celotnem obdobju trajanja za bilančno sintetično listinjenje in listinjenje s pravo prodajo, izbrane skupine sredstev (stanje konec leta 2018)



Vir: EBA.

Sestava sredstev, kupci in prodajalci

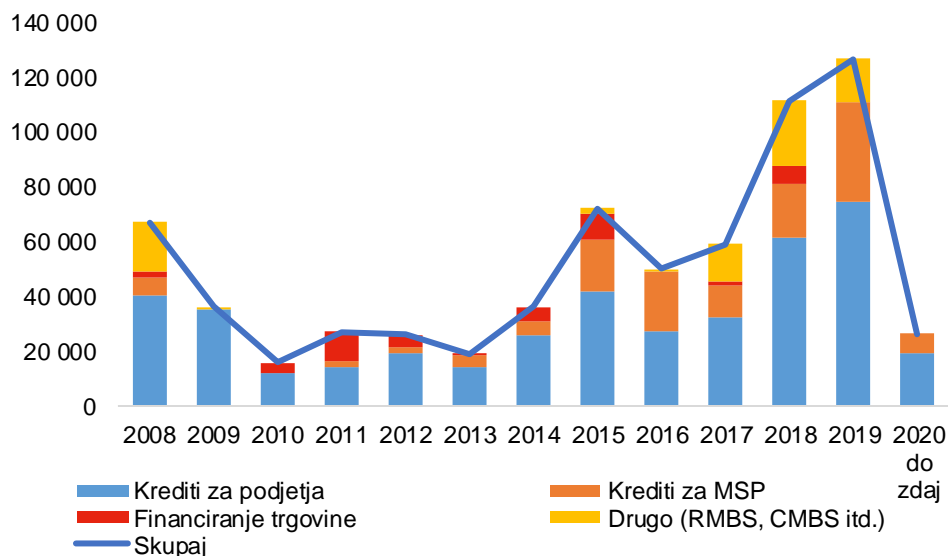
Iz podatkov, ki jih je zbral EBA, je razvidno, da se bilančna sintetična listinjenja očitno precej obsežneje uporabljajo za prenos poslovnega tveganja z bank na kapitalske trge kot tradicionalna listinjenja. Prevladujoče skupine sredstev pri bilančnih poslih so krediti za velika podjetja in MSP, tem pa sledi financiranje trgovine (glej sliko 4)⁸.

Da bi originatorji bilančnih sintetičnih listinjenj kar najbolj povečali cilj kapitalske olajšave, običajno izberejo skupine sredstev z visokimi utežmi tveganja. Poleg tega analiza EBA kaže, da originatorji bilančnih sintetičnih listinjenj običajno izberejo portfelje, ki predstavljajo njihovo glavno poslovno dejavnost, kar bi lahko odražalo zahtevo investitorjev po zagotovitvi uskladitve interesov. Dejansko je manj običajno, da bi bila sredstva v izjemnih situacijah ali sredstva s pretiranim finančnim vzvodom vključena v bilančna sintetična listinjenja in ne v tradicionalna lastninjenja, s čimer je morda mogoče deloma pojasniti opaženo razliko pri stopnjah neplačil. Izpostavljenosti na drobno, kot so finančni instrumenti, zavarovani s stanovanjsko hipoteko (RMBS), ali potrošniški krediti, se pri bilančnih sintetičnih listinjenjih običajno prav tako manj pogosto pojavljajo, saj imajo nižje uteži tveganja, zaradi česar prinašajo manj koristi v smislu kapitalske olajšave, poleg tega zanje z večjo verjetnostjo

⁸ Podatki iz zadnjih let kažejo na večjo diverzifikacijo skupin sredstev, da vključujejo posebne kreditne aranžmaje (vključno s krediti za infrastrukturo), poslovne nepremičnine, stanovanjske nepremičnine, denarne terjatve iz trgovanja, kredite za nakup avtomobila, pa tudi bolj posebne skupine, kot so mikrokrediti ali krediti za kmetovanje.

veljajo notranje omejitve koncentracije, na primer v smislu geografske lokacije, vrste kreditojemalca ali gospodarskega sektorja, zaradi česar so primernejše za tradicionalno listinjenje.

Slika 4: Razčlenitev skupin sredstev, v mio. EUR



Vir: EBA, IACPM.

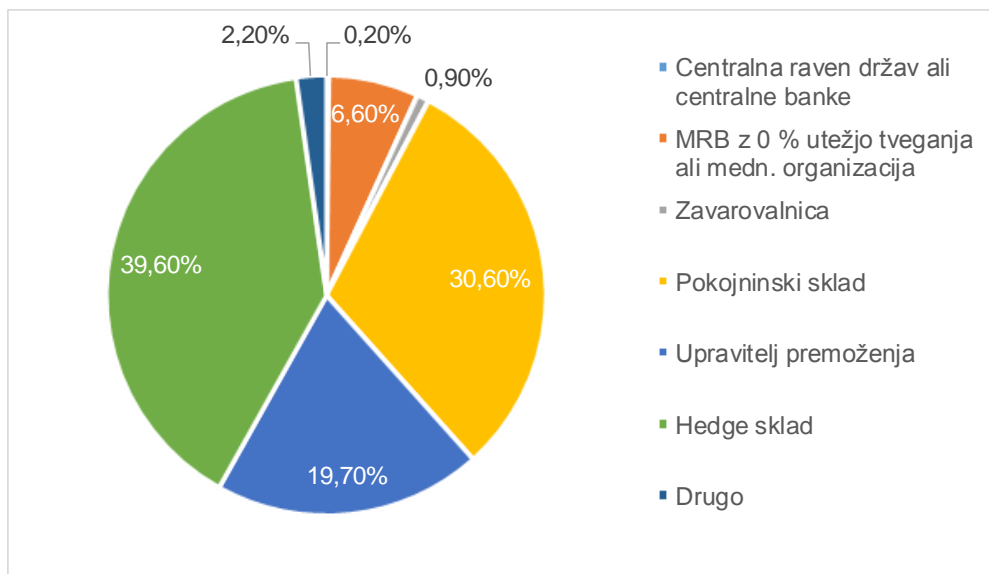
Značilnosti trga

V vlogi originatorja so zdaj večinoma banke, predvsem velike in sistemsko pomembne banke, ki za izračun kapitalskih zahtev uporabljajo modele na podlagi notranjih bonitetnih ocen. Glavna razloga, da se originator odloči za bilančno sintetično listinjenje, sta obvladovanje kreditnih tveganj in sproščanje kapitala. Slednje je glede na regulativni razvoj, kot sta sprejetje okvira Basel III in uporaba mednarodnega standarda računovodskega poročanja 9, vedno pomembnejše.

Večina investitorjev v sintetično listinjenje so nebančni subjekti, običajno visokospecializirani za kreditne investicije in z izkušnjami na področju skrbnega pregleda portfelja. Skupino investitorjev sestavljajo predvsem hedge skladi, pokojninski skladi in upravitelji premoženja, medtem ko so zavarovalnice v zanemarljivi manjšini (glej sliko 5). Zadnja leta so na trg vstopile multilateralne razvojne banke⁹ in mednarodne organizacije (vključno z Evropsko investicijsko banko/Evropskim investicijskim skladom, ki sta še naprej pomembna investitorja na trgu MSP).

Slika 5: Investitorji, v % obsega porazdeljenih tranš v obdobju 2008–2019

⁹ Multilateralne razvojne banke, izpostavljenosti katerim so upravičene do uteži tveganja 0 %, so navedene v členu 117(2) CRR.



Vir: IACPM, EBA; opomba: MRB – multilateralna razvojna banka.

Mehanizmi kreditnega zavarovanja, uporabljeni pri bilančnem sintetičnem listinjenju, so se po svetovni finančni krizi močno razvili. Mehanizme osebnega kreditnega zavarovanja (dvostranske, zasebno izpogajane pogodbe o kreditnih izvedenih finančnih instrumentih, kot so posli kreditne zamenjave) je skoraj v celoti nadomestilo stvarno zavarovanje (vključno z vnaprejšnjim plačilom kupcu zavarovanja, s čimer se odpravi izpostavljenost tveganju nasprotne stranke, kot so kreditni zapisi). EBA v poročilu dejansko poudarja, da je 90 % kreditnega zavarovanja, ki ga zagotovijo zasebni investitorji, zdaj stvarno kreditno zavarovanje.

Poleg tega dodatnega zavarovanja, zagotovljenega s spremembo pri uporabi mehanizmov kreditnega zavarovanja, je finančna kriza prinesla pomembne spremembe v načinu delitve in prenosa tveganj znotraj trga. Iz analize EBA izhaja, da originatorji zdaj običajno prenesejo podrejeni in/ali vmesni element portfeljskega kreditnega tveganja in zadržijo nadrejeno tranšo istega portfelja. Nadrejena tranša bi bila značilno največja od tranš in bi v povprečju predstavljala približno 87 % skupnega obsega posla. To je pomembna sprememba v praksi v primerjavi z obdobjem pred krizo, ko bi bila „najbolj“ nadrejena tranša običajno ponujena investitorjem¹⁰. EBA je navedel, da so se v odziv na začetek uporabe novega okvira listinjenja podrejene tranše očitno povečale, kar bi lahko na trg pritegnilo nove investitorje.

Kar zadeva geografsko porazdelitev, je bilo mnogo večjih poslov skoncentriranih v nekaj državah članicah (Združenem kraljestvu, Nemčiji, Španiji, Franciji in Italiji), vendar pa so bili posli opaženi tudi v drugih državah članicah EU. Analiza EBA tudi kaže, da večina poslov vsebuje izpostavljenosti v več jurisdikcijah, pri čemer jih večina vključuje izpostavljenosti zunaj Evrope.

4. ALI BI BIL ZA BILANČNO SINTETIČNO LISTINJENJE POTREBEN POSEBEN OKVIR STS?

Analiza zaželenosti

Iz analize argumentov za in proti, ki jo je opravil EBA, izhaja, da bi uvedba posebnega ovira STS za bilančna sintetična listinjenja verjetno prinesla mnogo dolgoročnih koristi za finančne trge in realno gospodarstvo ter da je s tega vidika mogoče pričakovati, da bi izboljšala splošno finančno stabilnost.

¹⁰ Določitev „najbolj“ nadrejene tranše je bila tehnika, ki so jo originatorji sintetičnih listinjenj uporabljali pred svetovno finančno krizo, da bi poudarili domnevno netvegano naravo najbolj nadrejene tranše v strukturi listinjenja. Običajno bi imele tranše pod „najbolj“ nadrejeno tranšo bonitetno oceno AAA, zaradi česar bi „najbolj“ nadrejena tranša dobila vzdevek „z bonitetno oceno AAAA“.

Glavne koristi razširitve oznake so, kot pove že ime samo, večja preprostost, preglednost in standardizacija produkta sintetičnega listinjenja. S tem bi bili obravnavani nekateri glavni pomisleki, pripisani sintetičnemu listinjenju, kot so zaznana kompleksnost, tveganost, verjetnost arbitraže in goljufije ter vključena asimetrija informacij. Ocena tveganj, ki bi jo opravili vpletene stranke in nadzorniki, bi bila okrepljena, splošno spremljanje trga pa bi bilo zelo olajšano. Čeprav bi trg večinoma ostajal posebej prilagojen in dvostranski, bi bili pristojni organi obveščeni o vsakem poslu, ki se sklicuje na oznako STS, in bi imeli priložnost nadaljnega spremljanja skupaj z vpletenimi strankami. Nazadnje, standardizacija trga bi novim originatorjem olajšala vstop na trg, kar bi tudi lahko pritegnilo več investitorjev.

Poleg tega bi se z uvedbo končnih elementov reforme Basel III povečal pomen orodij za obvladovanje kreditnih tveganj in upravljanje kapitala, kot je bilančno sintetično listinjenje. V tem okviru se je z zagotovitvijo, da se trg razvija znotraj parametrov zanesljivega okvira STS, mogoče izogniti tveganju ponovnega pojava škodljivih praks iz preteklosti, poleg tega pa bi koristilo finančni stabilnosti.

Vendar EBA opozarja, da mora uvedbo posebnega okvira STS za bilančna sintetična listinjenja skrbno spremljati nadzor, da se preprečijo negativne posledice. Tako kot pri oznaki STS za listinjenje denarnih sredstev bi se predvsem lahko povečalo tveganje moralnega hazarda, kot je malomarnost manj profesionalnih vlagateljev, zaradi morebitnega mnenja, da oznaka STS nujno pomeni, da gre za produkt nizkega tveganja, ki je neodvisen od razlik med individualnimi posli ali pozicijami znotraj poslov.

Poleg tega se postavlja vprašanje, ali bi uvedba okvira STS za bilančna sintetična listinjenja lahko povzročila manjši obseg izdaje tradicionalnega listinjenja STS. Vendar verjetnost, da bi se to tveganje uresničilo, ni zelo velika. EBA tudi poudarja, da ne bi smeli pričakovati pomembnega vpliva na tradicionalno listinjenje glede na različne funkcije in cilje obeh instrumentov za originatorje in investitorje.

Nazadnje, opozoriti bi bilo treba, da mednarodni okvir za enostavno, pregledno in primerljivo listinjenje, ki sta ga razvila Baselski odbor za bančni nadzor (BCBS) in Mednarodno združenje nadzornikov trga vrednostnih papirjev (IOSCO), sintetično listinjenje trenutno izključuje iz svojega področja uporabe. Na podlagi zbranih podatkov in tehnične analize, ki jo je opravil EBA, obstajajo prepričljivi dokazi za premislek o posebnem okviru STS za bilančno sintetično listinjenje.

Analiza izvedljivosti

Po mnenju EBA bi bilo treba v posebnem okviru STS za bilančno sintetično listinjenje upoštevati strukturne značilnosti produkta, ki se razlikujejo od tradicionalnega listinjenja. Med njimi so zlasti kreditno tveganje nasprotne stranke, načini kreditnega prenosa ter različni vzgibi in vidiki za kupce in prodajalce zavarovanja.

EBA je za podlago vzel obstoječa merila STS za listinjenja s pravo prodajo in opredelil sklop meril STS, ki se lahko uporabljajo za bilančna sintetična listinjenja, medtem ko je hkrati obravnaval posebnosti slednjega. Cilj opredeljenih meril je tudi zagotoviti, da bi tvegana sredstva, ki so zunaj področja uporabe za tradicionalna listinjenja STS, kot so nedonosna posojila, finančni instrumenti, zavarovani s hipoteko na poslovno nepremičnino (CMBS), ali finančni instrumenti, zavarovani z zastavo posojila (CLO), ostala zunaj področja uporabe oznake STS.

Kar zadeva enostavnost in preglednost, je mogoče številna merila STS za pravo prodajo uporabiti tudi za sintetične posle. Nekatera bi bilo treba spremeniti ali nadomestiti, saj pri sintetičnih poslih niso relevantna. Na primer merilo prave prodaje in njegovo izvajanje bi bilo treba nadomestiti z opredelitvijo bilančnih sintetičnih poslov, ki bi bila skrbno zasnovana, da bi se izključili arbitražni posli, in zahtevami po zagotovitvi zanesljivosti pogodbe o kreditnem zavarovanju. Potrebna so se

zdela tudi nekatera nova merila, kot je opredelitev premij kreditnega zavarovanja in predčasnega zapiranja pozicij.

EBA predlaga bolj poglobljen pregled meril za standardizacijo, saj bi jih bilo pri sintetičnih poslih relevantnih le nekaj splošnih, kot je zahteva po zadržanju tveganja. Druga merila, kot je zmanjševanje obrestnega in valutnega tveganja ali razporejanje izgub in odplačevanje tranš, so bila spremenjena, da bi se boljše upoštevala narava praks bilančnih sintetičnih listinjenj. Nazadnje, številna nova merila opredeljujejo ključne vidike, kot so mehanizmi kreditnega zavarovanja, sintetični presežni razmik, kreditni dogodki in plačila kreditnega zavarovanja. Standardizacija tega v veliki meri posebej prilagojenega trga je veljala za enega od ključnih izzivov pri izgradnji učinkovitega okvira STS. Pri predlaganem sklopu meril se upoštevajo obstoječe dobre tržne prakse, da bi se določil preudaren in izvedljiv standard.

Priloga II vsebuje popoln seznam meril STS, ki jih je opredelil EBA.

Tako kot pri listinjenjih STS s pravo prodajo se oznaka STS pri sintetičnih poslih ne bi smela razumeti, kot da je zadevno listinjenje netvegano, temveč bolj v smislu, da produkt spoštuje številna merila in da bodo lahko skrbni prodajalec in kupec zavarovanja ter nacionalni pristojni organ analizirali vključeno tveganje. Pri opredeljenih merilih se upoštevajo drugačni cilji sintetičnih listinjenj, tj. izvedeni zaradi upravljanja kapitala/obvladovanja tveganj in ne zaradi financiranja, ni prenosa osnovnih sredstev pri pravi prodaji, ni izpostavljenosti kreditnemu tveganju nasprotne stranke itd., in želijo torej zagotoviti zaščito za originatorje in investitorje (saj je originator v poslu tudi investitor, ki zadrži nadrejeno tranšo). Nasprotno je cilj okvira STS za pravo prodajo, da se čim bolj zaščiti le investitor, saj je zaradi prodaje sredstev subjektu s posebnim namenom pri listinjenju (SSPE) zaščita originatorja manj pomembna.

5. UGODNEJŠA KAPITALSKA OBRAVNAVA

Z bonitetnega vidika se sintetična listinjenja trenutno obravnavajo kot tradicionalna listinjenja (prava prodaja), ki niso listinjenja STS. Edina izjema od tega pristopa je določena v členu 270 CRR za sintetično listinjenje kreditov za MSP. V členu 270 je obravnavana nadrejena tranša, ki jo zadrži originator sintetičnih listinjenj, ki izpolnjuje sklop omejevalnih meril:

- vsaj 70 % listinjenih izpostavljenosti mora biti izpostavljenosti do MSP, kot je opredeljeno v členu 501 CRR;
- listinjenje izpolnjuje merila STS za pravo prodajo, kot se uporabljajo za sintetično listinjenje;
- kreditno tveganje, ki ga originator ne zadrži, se prenese z jamstvom ali posrednim jamstvom, ki izpolnjuje zahteve CRR glede zmanjševanja kreditnega tveganja, dajalec jamstva / posrednega jamstva pa je (a) centralna raven države ali centralna banka države članice, multilateralna razvojna banka ali mednarodna organizacija, ki izpolnjuje pogoj za utež tveganja 0 % v skladu s standardiziranim pristopom h kreditnemu tveganju, ali (b) institucionalni investitor, pod pogojem, da je jamstvo ali posredno jamstvo v celoti zavarovano z bančnimi vlogami pri originatorju.

Kljub nekaterim omejitvam v smislu zbranih podatkov in praktičnih izkušenj z okvirom tradicionalnega listinjenja STS bi iz tehnične analize, ki jo je opravil EBA, lahko sklepali, da bi svojstvena tveganja, povezana z bilančna sintetična listinjenja, ki izpolnjujejo prilagojena merila STS, lahko pozivala k pregledu CRR za kapitalsko obravnavo nadrejene tranše zadevnih instrumentov, ki je bolj občutljiva za tveganja, s čimer bi jo uskladili z ugodnejšo obravnavo tradicionalnih listinjenj STS. Kot je ugotovil EBA, bi bilo to upravičeno glede na uspešnost bilančnega sintetičnega listinjenja v primerjavi z arbitražnim sintetičnim listinjenjem in tradicionalnim listinjenjem, posebno glede nizke stopnje neplačil in izgub. Poleg tega bi lahko z razširitvijo oznake STS bolj cenili bolj enostavna,

standardizirana in pregledna sintetična listinjenja, pri katerih se lahko pričakujejo manjša agencijska in modelska tveganja.

Kot je navedeno v poročilu EBA, bilančna sintetična listinjenja trenutno niso del okvira STS, ki ga je razvil Baselski odbor in ki je osredotočen na tradicionalna listinjenja. Kljub temu bi bilo to odstopanje od baselskih standardov razumno motivirano s podatki in tehnično analizo, ki utemeljujejo bonitetno zanesljivost razširitve okvira STS na bilančna sintetična listinjenja.

Zaradi razširitev okvira STS na bilančna sintetična listinjenja bi imela ta korist od uveljavljene ugodnejše kapitalske obravnave za produkt STS. To pa bi bilo mogoče formulirati s ciljnim pregledom člena 270 CRR, s čimer bi se zagotovila (a) razširitev ugodnejše kapitalske obravnave, ki se ponuja s tem členom, na vsa bilančna sintetična listinjenja, skladna s STS, neodvisno od vrste osnovne izpostavljenosti (s črtanjem določb, ki uporabo tega člena trenutno omejujejo na bilančna sintetična listinjenja, sestavljena iz vsaj 70 % listinjenih izpostavljenosti do MSP), medtem ko bi se (b) ohranilo že obstoječe omejeno področje uporabe ugodnejše kapitalske obravnave za nadrejeno tranšo, ki jo zadrži originator, ki se zdi manj tvegano. Zaradi teh prilagoditev bi za nadrejeno tranšo, ki jo zadrži originator, veljala spodnja meja uteži tveganja 10 %.

Na splošno bi kombinirani pregled okvira STS in CRR v primeru bilančnih sintetičnih listinjenj povečal občutljivost bonitetnega okvira na tveganja in okrepil privlačnost okvira STS, ko bi omogočil diferencirano bonitetno obravnavo bilančnih sintetičnih listinjenj, skladnih s STS, v primerjavi z bilančnimi sintetičnimi listinjenji, ki niso skladna s STS, in arbitražnim lastninjenjem.

6. SKLEPNE UGOTOVITVE

Analiza, ki jo je izvedel EBA, kaže, da je mogoče določiti standarde za sintetično listinjenje, ki omogočajo ublažitev glavnih dejavnikov za strukturiranje tveganja, kot so agencijska in modelska tveganja, enako kot pri tradicionalnem listinjenju, s čimer se ustvari podsklop sintetičnega listinjenja, ki je primerljiv s tradicionalnim listinjenjem STS. Dokazi dejansko kažejo, da pretekla uspešnost bilančnega sintetičnega listinjenja običajno presega uspešnost tradicionalnih listinjenj za isto skupino sredstev. S tehničnega vidika zares ni nobenih dokazov, na podlagi katerih bi bilo mogoče sklepati, da struktura sintetičnega listinjenja nujno povzroča večje izgube kot struktura tradicionalnega listinjenja. Trdna sintetična struktura nima negativnega vpliva na uspešnost listinjenja.

Analiza ne izpostavlja nobenih bistvenih negativnih posledic, do katerih bi predvidoma lahko prišlo zaradi vzpostavitve posebnega okvira STS za bilančna sintetična listinjenja. Po drugi strani imata oživitve trga sintetičnega listinjenja in zagotovitev, da se ta razvija znotraj zanesljivega okvira STS, številne pozitivne učinke za banke, finančne trge in finančno stabilnost na splošno. Prenos tveganj z bank na nebančni sektor je eden od glavnih ciljev unije kapitalskih trgov in bi lahko z olajševanjem razpoložljivosti kreditov tistim, ki jih potrebujejo, pospešil gospodarsko rast.

Na podlagi analize EBA je mogoče oblikovati poseben okvir za bilančna sintetična listinjenja STS in vzpostaviti diferencirano regulativno obravnavo, omejeno na prilagoditev bonitetne spodnje meje za nadrejeno tranšo, ki bi jo morala zadržati kreditna institucija v vlogi originatorja, na raven, ki je enaka tradicionalnemu okviru STS.

PRILOGE

Priloga I: Zbirna primerjava trga sintetičnih poslov pred krizo in po njej

	<u>Trg sintetičnih poslov pred krizo</u>	<u>Trg sintetičnih poslov po krizi</u>
<u>Trg</u>	Javni	Zasebni ali dvostranski
<u>Vrsta listinjenja</u>	Arbitražno in bilančno	Skoraj izključno bilančno
<u>Javno/zasebno</u>	Večinoma javno in bonitetno ocenjeno	Večinoma zasebno in dvostransko
<u>Sredstva</u>	Večinoma podjetja	Večinoma podjetja, diverzifikacija in dodajanje novih skupin sredstev
<u>Originatorji</u>	Večje do srednje banke (mid-tier), standardizirane banke, ki prehajajo na pristop na osnovi notranjih bonitetnih ocen	Velike banke, večinoma sistemske finančne institucije
<u>Investitorji</u>	Raznovrstni, večinoma dostop in delitev koristi	Ozka skupina, večinoma alternativni
<u>Struktura</u>	Popolnoma sintetična struktura (nadrejeno + podrejeno)	Samo vmesno/podrejeno
<u>Mehanizem kreditnega zavarovanja</u>	Osebno	Stvarno in osebno za javnost

Vir: EBA, Integer Advisors.

Priloga II: Pregled meril STS in primerjava z merili STS za tradicionalno listinjenje

Merilo	Primerjava z merili za tradicionalno listinjenje (ki ni listinjenje komercialnih zapisov s premoženjskim kritjem) (sklici na člene v uredbi o listinjenju)
Enostavnost	
Merilo 1: Bilančno sintetično listinjenje, zmanjševanje kreditnega tveganja	Nadomestitev merila o pravi prodaji / odstopu / odstopu po zaključku posla, določbe o vračilu sredstev, zagotovila in jamstva za izvršitev prave prodaje (odstavki 1 do 5 člena 20 uredbe o listinjenju) – z opredelitvijo bilančnega sintetičnega listinjenja in zahtevo po zagotovitvi zanesljivosti pogodb o kreditnem zavarovanju (merila za zmanjševanje kreditnega tveganja).
Merilo 2: Zagotovila in jamstva	Prilagoditev merila o zagotovilih in jamstvih (člen 20(6)): razširitev zahtevanih zagotovil in jamstev ter prilagoditev njihovega cilja in vsebine.
Merilo 3: Merila primernosti, brez aktivnega upravljanja portfeljev	Prilagoditev merila o merilih primernosti, brez aktivnega upravljanja portfeljev (člen 20(7)): prilagoditev dovoljenih tehnik upravljanja portfeljev, vključitev dodatnih pogojev za odpravo osnovnih izpostavljenosti pri listinjenju.
<i>Merilo 4: Homogenost, izvršljive obveznosti, popoln regres do dolžnikov, redni tokovi plačil</i>	<i>Podobno (člen 20(8))</i>
<i>Merilo 5: Brez prenosljivih vrednostnih papirjev</i>	<i>Podobno (člen 20(8))</i>
<i>Merilo 6: Brez relistinjenja</i>	<i>Podobno (člen 20(9))</i>
Merilo 7: Standardi za izdajo komercialnih zapisov in njihove pomembne spremembe	Prilagoditev merila o standardih za izdajo komercialnih zapisov in njihovih pomembnih spremembah (člen 20(10)): dodatno pojasnilo glede vrst upravičenih dolžnikov in izdaje komercialnih zapisov za osnovne izpostavljenosti.
<i>Merilo 8: Samocertificirani krediti</i>	<i>Podobno (člen 20(10))</i>
<i>Merilo 9: Kreditna sposobnost kreditojemalca</i>	<i>Podobno (člen 20(10))</i>
<i>Merilo 10: Strokovno znanje originatorja</i>	<i>Podobno (člen 20(10))</i>
Merilo 11: Brez neplačanih izpostavljenosti ali izpostavljenosti zaradi nerešenih sporov	<i>Podobno (člen 20(11))</i>
Merilo 12: Izvedba najmanj enega plačila	<i>Podobno (člen 20(12))</i>
NOVO merilo: Premije kreditnega zavarovanja	Opredelitev, da bi morale biti premije kreditnega zavarovanja pogojene, tj. dejanski znesek plačane premije bi moral biti funkcija velikosti in kreditnega tveganja zavarovane tranše. Zajamčene premije, vnaprejšnja plačila premij, popravni mehanizmi ali drugi mehanizmi podobne narave ne bi smeli biti dovoljeni.
NOVO merilo: Predčasna zapiranja pozicij	Opredelitev izčrpnega, omejenega števila predčasnih zapiranja pozicij.

Standardizacija	
Merilo 13: Zahteve glede zadržanja tveganja	<i>Podobno (člen 21(1))</i>
Merilo 14: Ustrezno zmanjševanje obrestnega in valutnega tveganja	Prilagoditev merila o ustreznem zmanjševanju obrestnega in valutnega tveganja (člen 21(2)): nadaljnja opredelitev ukrepov za ustrezno zmanjševanje obrestnega in valutnega tveganja, prilagojeno sintetičnemu listinjenju.
<i>Merilo 15: Plačila obresti z referenčno obrestno mero</i>	<i>Podobno (člen 21(3))</i>
Merilo 16: Zahteve po obvestilu o izvršbi / zahtevku o takojšnjem plačilu	Prilagoditev merila o zahtevah po obvestilu o izvršbi / zahtevku o takojšnjem plačilu (člen 21(4)): prilagojeno, da se upošteva, da SSPE ni uporabljen pri vseh sintetičnih listinjenjih.
Merilo 17: Razporejanje izgub in odplačevanje trans	Prilagoditev merila o zahtevah po nezaporednem vrstnem redu plačil (člen 21(5)): prilagojeno z dodatnimi zahtevami po <i>pro rata</i> odplačevanju in razporejanju izgub.
Merilo 18: Določbe o predčasnem odplačilu / sprožilci prekinitve obdobja obnovitve	Prilagoditev merila o določbah o predčasnem odplačilu / sprožilcih prekinitve obdobja obnovitve (člen 21(6)): prilagojeno z zahtevami po predčasnem odplačilu samo v primeru uporabe SSPE.
Merilo 19: Dokumentacija posla	Prilagoditev merila o dokumentaciji posla (člen 21(7)): z dodatnimi zahtevami za standarde in postopke servisiranja.
<i>Merilo 20: Strokovno znanje serviserja</i>	<i>Podobno (člen 21(8))</i>
Merilo 21: Referenčni register	Nadomestitev merila o opredelitvah, pravnih sredstvih v dokumentaciji posla (člen 21(9)): zahteve po tem, da so v dokumentaciji posla opredeljeni plačilni pogoji, so zajete v ločenih merilih.
<i>Merilo 22: Pravočasno reševanje sporov med investitorji</i>	<i>Podobno (člen 21(10))</i>
NOVO merilo: Kreditni dogodki	Opredelitev kreditnih dogodkov, vključno s sklicem na obstoječe besedilo CRR, in ukrepov restrukturiranja.
NOVO merilo: Plačila kreditnega zavarovanja	Merila za plačila kreditnega zavarovanja, vključno s tem, da bi morala temeljiti na dejanski realizirani izgubi.
NOVO merilo: Plačila kreditnega zavarovanja po zaprtju pozicij / končni poravnavi ob končnem zakonskem roku zapadlosti pogodbe o kreditnem zavarovanju	Opredelitev meril za zagotovitev minimalne ravni pravočasnosti pri plačilih kreditnega zavarovanja.
NOVO merilo: Sintetični presežni razmik	Opredelitev pogojev, pod katerimi bi bilo originatorju dovoljeno, da se zaveže sintetičnemu presežnemu razmiku v poslu. Opredeliti bi bilo treba medsebojen vpliv med sintetičnim presežnim razmikom in morebitno oceno nadzornika glede doseganja prenosa bistvenega in sorazmernega tveganja.
NOVO merilo: Upravičeno kreditno zavarovanje, nasprotne stranke in zavarovanje	Opredelitev jasnega sklopa pravil za ureditev kreditnega zavarovanja in zavarovanje posla.

Preglednost	
Merilo 23: Podatki o preteklih gibanjih neplačil in izgub	<i>Podobno (člen 22(1))</i>
Merilo 24: Zunanje preverjanje vzorca	<i>Podobno (člen 22(2))</i>
Merilo 25: Model denarnega toka iz naslova obveznosti	<i>Podobno (člen 22(3))</i>
Merilo 26: Okoljska učinkovitost sredstev	<i>Podobno (člen 22(4))</i>
Merilo 27: Skladnost z zahtevami glede preglednosti	<i>Podobno (člen 22(5))</i>
NOVO merilo: Izvajalec preverjanja	Ugotovitev potrebe po imenovanju izvajalca preverjanja, ki je tretja oseba, odgovorna za preverjanje opredeljenih elementov v obvestilu o kreditnem dogodku za vsako osnovno izpostavljenost.

Vir: EBA.