



EVROPSKA
KOMISIJA

Bruselj, 10.10.2022
COM(2022) 517 final

POROČILO KOMISIJE EVROPSKEMU PARLAMENTU IN SVETU
o delovanju uredbe o listinjenju

POROČILO KOMISIJE EVROPSKEMU PARLAMENTU IN SVETU

o delovanju uredbe o listinjenju

Kazalo

1. Uvod.....	2
2. Razvoj trga	4
3. Učinki Uredbe	5
4. Zadržanje tveganja	7
5. Skrbni pregled in preglednost	9
6. Zasebna listinjenja	10
6.1 Nesorazmerna rast števila zasebnih listinjenj?.....	11
6.2 Zadostne informacije za investitorje in nadzornike o zasebnih listinjenjih?	11
6.3 Opredelitev zasebnega listinjenja.....	13
7. Enakovrednost STS.....	13
8. Trajnostno listinjenje	14
9. Preverjanje meril za STS z uporabo storitev tretje osebe	17
10. Subjekti s posebnim namenom pri listinjenju (SSPE)	18
11. Jurisdikcijsko področje uporabe.....	18
11.1 Obveznosti prodajne strani.....	19
11.2 Obveznosti nakupne strani – razpoložljivost razkritij.....	20
11.3 Obveznosti nakupne strani – upravitelji alternativnih investicijskih skladov (UAIS) kot investitorji	22
12. Nadzor listinjenja	23
13. Bonitetna obravnava listinjenj	24
14. Sklepna ugotovitev.....	25

1. Uvod

Listinjenje je postopek, s katerim se nezamenljiva posojila ali denarni tokovi, ki iz njih izhajajo, preoblikujejo v tržljive vrednostne papirje. To orodje zato bistveno prispeva k dobro delujočemu finančnemu sistemu, ki učinkovito financira realno gospodarstvo, saj sprošča zmogljivost v bilancah stanja bank, zaradi česar lahko banke zagotovijo nov kredit podjetjem, vključno z malimi in srednjimi podjetji. Je pomembno orodje za kapital, likvidnost in obvladovanje tveganja v bankah. Listinjenje omogoča tudi dostopnost novih razredov sredstev investitorjem, s čimer dolgoročnim investitorjem zagotavlja razpršene naložbene priložnosti.

Vendar se listinjenje 15 let po hudi finančni krizi še vedno šteje za zapleteno orodje finančnega inženiringa iz navedenega obdobja. Znano je, da je ohlapno regulirano listinjenje bistveno prispevalo h kriznim razmeram na trgu v ZDA zaradi drugorazrednih hipotekarnih posojil, ki so se hitro razširile po svetovnem finančnem sistemu in imele daljnosežne posledice za davkoplačevalce ter družbe v EU in zunaj nje.

Evropski trgi listinjenja se niso spopadali z enakimi težavami kot trgi Združenih držav¹. Kljub temu sta se izdaja in vlaganje v trge EU občutno zmanjšala. Po veliki finančni krizi so se centralne banke² in številni deležniki strinjali, da je trg listinjenja v EU treba ponovno oživiti. Evropska komisija se je zato zavezala cilju ponovne oživitve trga listinjenja v EU na varni in trajnostni podlagi. Komisija je v naložbenem načrtu za Evropo iz leta 2014 razvoj uspešnega trga visokokakovostnega listinjenja opredelila kot enega od petih področij, na katerem je potrebno takojšnje ukrepanje, in to ukrepanje vključila na seznam sestavnih elementov unije kapitalskih trgov³.

Na podlagi teh zavez politike je Komisija leta 2015 predlagala celovit pravni okvir, ki vsebuje novo uredbo o listinjenju in ciljno usmerjene spremembe bonitetne obravnave listinjenja.

Pogajanja med zakonodajalcema, tj. Evropskim parlamentom in Svetom, so se končala leta 2017. Uredba (EU) 2017/2402⁴ (v nadaljnjem besedilu: uredba o listinjenju) in Uredba (EU) 2017/2401 o spremembi Uredbe (EU) št. 575/2013 o bonitetnih zahtevah za kreditne institucije in investicijska podjetja sta se začeli uporabljati 1. januarja 2019.

Uredba o listinjenju temelji na številnih že veljavnih določbah, ki so bile delno spremenjene v odziv na krizo. Vendar so bile te določbe razpršene po številnih sektorskih pravnih aktih, ki so se uporabljali za različne tržne subjekte in so med drugim vključevali: (i) uredbo o kapitalskih zahtevah (CRR) za banke⁵; (ii) direktivo Solventnost II⁶ za zavarovatelje in (iii) direktivi o kolektivnih naložbenih

¹ Glej Delovni dokument služb Komisije – Ocena učinka – Spremni dokument k Predlogu uredbe Evropskega parlamenta in Sveta o določitvi skupnih pravil za listinjenje in vzpostavitvi evropskega okvira za enostavno in pregledno listinjenje ter o spremembi direktiv 2009/65/ES, 2009/138/ES, 2011/61/EU in uredb (ES) št. 1060/2009 ter (EU) št. 648/2012 in Predlogu uredbe Evropskega parlamenta in Sveta o spremembi Uredbe (EU) št. 575/2013 o bonitetnih zahtevah za kreditne institucije in investicijska podjetja (SWD(2015) 185 final z dne 30. septembra 2015).

² „The case for a better functioning securitisation market in the European Union: A discussion paper“ (Razlogi za izboljšanje delovanja trga listinjenja v Evropski uniji: dokument za razpravo), Bank of England in Evropska centralna banka, https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb-boe_case_better_functioning_securitisation_market.pdf.

³ Akcijski načrt o oblikovanju unije kapitalskih trgov (COM(2015) 468 final z dne 20. septembra 2015), <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SL/TXT/?uri=CELEX%3A52015DC0468>.

⁴ 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.

⁵ Uredba (EU) št. 575/2013 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 26. junija 2013 o bonitetnih zahtevah za kreditne institucije in o spremembi Uredbe (EU) št. 648/2012 (UL L 176, 27.6.2013, str. 1).

podjemih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (KNPVP)⁷ ter o upraviteljih alternativnih investicijskih skladov (UAIS⁸) za upravitelje premoženja. Uredba o listinjenju določa enoten in usklajen pravni okvir za glavne strani, vključene v posle listinjenja. To so prvotni kreditodajalci, originatorji, sponzorji, subjekti s posebnim namenom pri listinjenju in institucionalni investitorji, ki so udeleženci na trgu listinjenja v EU. Poleg tega določa poseben okvir za enostavna, pregledna in standardizirana (STS) listinjenja s pravo prodajo⁹, da bi se izboljšala preglednost in zmanjšala zapletenost trga.

Pomen dobro delujočega trga listinjenja za zagotavljanje zadostnih kreditov realnemu gospodarstvu je bil ponovno poudarjen v svežnju za okrevanje v zvezi s kapitalskimi trgi¹⁰, da bi se gospodarstvu EU zagotovila pomoč pri okrevanju po pandemiji COVID-19. Sveženj je vključeval spremembe uredbe o listinjenju s ciljem razširiti obseg ureditve STS na bilančno sintetično listinjenje¹¹ in odstraniti nekatere regulativne ovire pri listinjenju nedonosnih izpostavljenosti. Evropski parlament in Svet sta te spremembe sprejela marca 2021.

To poročilo več kot tri leta po začetku uporabe novega okvira za listinjenje, in kot je bilo napovedano v akcijskem načrtu¹² za unijo kapitalskih trgov iz leta 2020, predstavlja pregled razvoja trga in obravnava pomembne vidike pravnega okvira. Izpolnjuje zakonsko pooblastilo Komisije na podlagi člena 46 uredbe o listinjenju, v skladu s katerim mora Evropskemu parlamentu in Svetu predstaviti poročilo o delovanju uredbe o listinjenju, ki mu po potrebi priloži zakonodajni predlog. Izpolnjuje tudi zakonsko pooblastilo na podlagi člena 45a(3), v skladu s katerim so zakonodajalcema poročila o oblikovanju posebnega okvira trajnostnega listinjenja, pri čemer izhaja iz ustreznega poročila Evropskega bančnega organa (EBA). S pravnimi razlagami nekaterih določb uredbe o listinjenju obravnava tudi vprašanja, navedena v mnenju evropskih nadzornih organov (ESA) z dne 25. marca 2021 o jurisdikcijskem področju uporabe, posredovanem Evropski komisiji¹³ (v nadaljnjem besedilu: mnenje skupnega odbora). Upošteva tudi priporočila foruma na visoki ravni o uniji kapitalskih trgov, ki ga je Komisija ustanovila leta 2019¹⁴.

Poročilo izhaja iz številnih virov, zlasti obsežne analize, ki jo je opravil pododbor skupnega odbora ESA za listinjenje in je objavljena v dveh dokumentih: (i) poročilu o izvajanju in delovanju uredbe o

⁶ Direktiva 2009/138/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 25. novembra 2009 o začetku opravljanja in opravljanju dejavnosti zavarovanja in pozavarovanja (Solventnost II) (UL L 335, 17.12.2009, str. 1).

⁷ Direktiva 2009/65/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 13. julija 2009 o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjemih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (KNPVP) (UL L 302, 17.11.2009, str. 32).

⁸ Direktiva 2011/61/EU Evropskega parlamenta in Sveta z dne 8. junija 2011 o upraviteljih alternativnih investicijskih skladov in spremembah direktiv 2003/41/ES in 2009/65/ES ter uredb (ES) št. 1060/2009 in (EU) št. 1095/2010 (UL L 174, 1.7.2011, str. 1).

⁹ Listinjenje s pravo prodajo obsega prenos ekonomskega deleža izpostavljenosti, ki se listinijo, s prenosom lastništva navedenih izpostavljenosti na subjekt s posebnim namenom.

¹⁰ Glej https://ec.europa.eu/info/publications/200722-proposal-capital-markets-recovery_en.

¹¹ V nasprotju z listinjenjem s pravo prodajo se pri sintetičnem listinjenju osnovno kreditno tveganje, povezano s skupino kreditov, prenese z uporabo kreditnih izvedenih finančnih instrumentov, izpostavljenosti, ki se listinijo, pa ostanejo izpostavljenosti originatorja.

¹² Ukrep 6 akcijskega načrta: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SL/TXT/?uri=COM%3A2020%3A590%3AFIN>.

¹³ „ESA’s opinion to the European Commission on the jurisdictional scope of application of the Securitisation Regulation“ (Mnenje ESA, posredovano Evropski komisiji, o jurisdikcijskem področju uporabe uredbe o listinjenju), JC 2021 16, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/jc_2021_16_-_esas_opinion_on_jurisdictional_scope_of_application_of_the_securitisation_regulation_003.pdf.

¹⁴ „Final report of the high-level forum on the Capital Markets Union ‘A new vision for Europe’s capital markets’“ (Končno poročilo foruma na visoki ravni o uniji kapitalskih trgov – Nova vizija za evropske kapitalske trge), https://ec.europa.eu/info/files/200610-cmu-high-level-forum-final-report_en.

listinjenju¹⁵ (z dne 17. maja 2021, v nadaljnjem besedilu: poročilo skupnega odbora) in (ii) mnenju skupnega odbora. Poleg tega je Komisija opravila ciljno javno posvetovanje, v okviru katerega je prejela 56 odgovorov (v nadaljnjem besedilu: posvetovanje). To je privabilo zanimanje najrazličnejših udeležencev na trgu, tj. na nakupni in prodajni strani trga, ter javnih organov in akademskih krogov. K temu poročilu je priloženo stališče do povratnih informacij¹⁶, v katerem so podrobno povzeti prejeti odzivi.

To poročilo je skladno z zakonskimi pooblastili osredotočeno na vidike okvira za listinjenje, povezanega z uredbo o listinjenju. Vprašanja v zvezi z bonitetno obravnavo listinjenja za banke in zavarovalnice so trenutno vključena v poziv skupnega odbora ESA k predložitvi svetovalnega mnenja¹⁷, Komisija pa jih bo ocenila po predložitvi navedenega zaprošenega mnenja. To poročilo in njegove sklepne ugotovitve nikakor ne določajo vnaprej prihodnje ocene in možnih sklepov Komisije o ustreznosti sedanje bonitetne ureditve.

Poročilo je osredotočeno na delovanje: (i) zahteve glede zadržanja tveganja, (ii) zahtev glede skrbnega pregleda in preglednosti, (iii) pravil in opredelitve zasebnih listinjenj, (iv) razlogov za ureditev enakovrednosti za STS, (v) ureditve za trajnostno listinjenje, (vi) funkcije preverjanja skladnosti STS z uporabo storitev tretje osebe in (vii) razlogov za vzpostavitev sistema bank z omejenimi licencami, da se nadomesti sedanja struktura listinjenja s pravo prodajo, ki temelji na subjektih s posebnim namenom pri listinjenju (SSPE). Poročilo obravnava tudi vprašanja v zvezi z jurisdikcijskim področjem uporabe uredbe o listinjenju, ki so navedena v mnenju skupnega odbora, in v zvezi z navedenim navaja pravne razlage. Ta dokument na podlagi poročila skupnega odbora ocenjuje sedanje stanje nadzora in se zaključuje s pregledom tekočega in prihodnjega dela na področju bonitetne obravnave listinjenja.

2. Razvoj trga

Trenutno je težko pridobiti zanesljivo in celovito oceno velikosti trga listinjenja v EU. Repozitoriji listinjenj bodo sčasoma lahko zagotovili popolno evidenco javnih listinjenj, zaenkrat pa je še veliko število aktivnih preteklih poslov, tj. tistih, ki so bili opravljeni pred 1. januarjem 2019 in jih ni treba sporočiti repozitorijem. Obseg listinjenj, sporočen repozitorijem listinjenj, je 6. aprila 2022 dosegal približno 460 milijard EUR, po tržnih ocenah pa je velikost trga javnih listinjenj v euroobmočju (brez finančnih instrumentov, zavarovanih z zastavo posojila) konec leta 2021 dosegala skoraj 750 milijard EUR. Poleg tega ni nobenih uradnih informacij o natančni velikosti trga zasebnih listinjenj, in sicer zaradi dejstva, da se taki posli v repozitorije listinjenj zaenkrat sporočajo prostovoljno, nadzorniki pa takih podatkov do zdaj še niso zbirali sistematično. V skladu z evropsko primerjalno analizo za zasebna listinjenja¹⁸ je ocenjeno, da celoten trg znaša vsaj 189 milijard EUR v skupnih obveznostih. Vendar ta ocena vključuje posle Združenega kraljestva.

¹⁵ „Joint Committee report on the implementation and functioning of the Securitisation Regulation“ (Poročilo skupnega odbora o izvajanju in delovanju uredbe o listinjenju), JC 2021 31, https://www.eiopa.europa.eu/document-library/report/joint-committee-report-implementation-and-functioning-of-securitisation_en.

¹⁶ https://finance.ec.europa.eu/document/download/4ce4c935-06eb-4a35-a475-3b7224982242_en?filename=2021-eu-securitisation-framework-summary-of-responses_en.pdf

¹⁷

https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/About%20Us/Missions%20and%20tasks/Call%20for%20Advice/2021/CfA%20to%20JC%20for%20securitisation%20in%20prudential%20framework%20review/1022482/CfA%20cover%20letter_final.pdf

¹⁸ „European Benchmarking Exercise (EBE) for Private Securitisations“ (Evropska primerjalna analiza za zasebna listinjenja), 1. december 2021, <https://www.afme.eu/publications/reports/details/European-Benchmarking-Exercise-EBE-for-Private-Securitisations>.

Na podlagi tržnih ocen je po več letih upada¹⁹ dolgovani znesek poslov listinjenja v EU stabilen od začetka uporabe uredbe o listinjenju v letu 2019. Ta znesek se je med letom 2015 in koncem leta 2021 zmanjšal za 11,9 %, pri čemer je bila dinamika podobna dinamiki na trgu Združenega kraljestva, ameriški trg listinjenj pa se je v tem obdobju močno povečal²⁰. Prevladujoča vrsta listinjenja so vrednostni papirji, zavarovani s hipotekami na stanovanjske nepremičnine, ki so konec leta 2021 predstavljali skoraj 60 % trga EU, sledili pa so jim vrednostni papirji, zavarovani s krediti za MSP, potrošniškimi krediti in krediti za nakup avtomobilov.

Alternativni vir podatkov je skupno poročanje za konsolidirane, subkonsolidirane in posamične kapitalske zahteve, ki vključuje vrednostne papirje, ki so nastali z listinjenjem s pravo prodajo, sintetičnimi listinjenji in komercialne zapise s premoženjskim kritjem, ki jih imajo v lasti ali jih odobrijo banke. Prednost tega vira je vključevanje zasebnih poslov kljub opozorilu, da posli brez sodelujoče banke ne spadajo na področje uporabe. V skladu s tem virom podatkov se je dolgovani znesek poslov povečal z 1 080 milijonov EUR v letu 2018 na 1 300 milijonov EUR v letu 2021, kar kaže na povečanje dejavnosti listinjenja med bankami po začetku uporabe uredbe o listinjenju.

3. Učinki Uredbe

Ozadje in ugotovitve

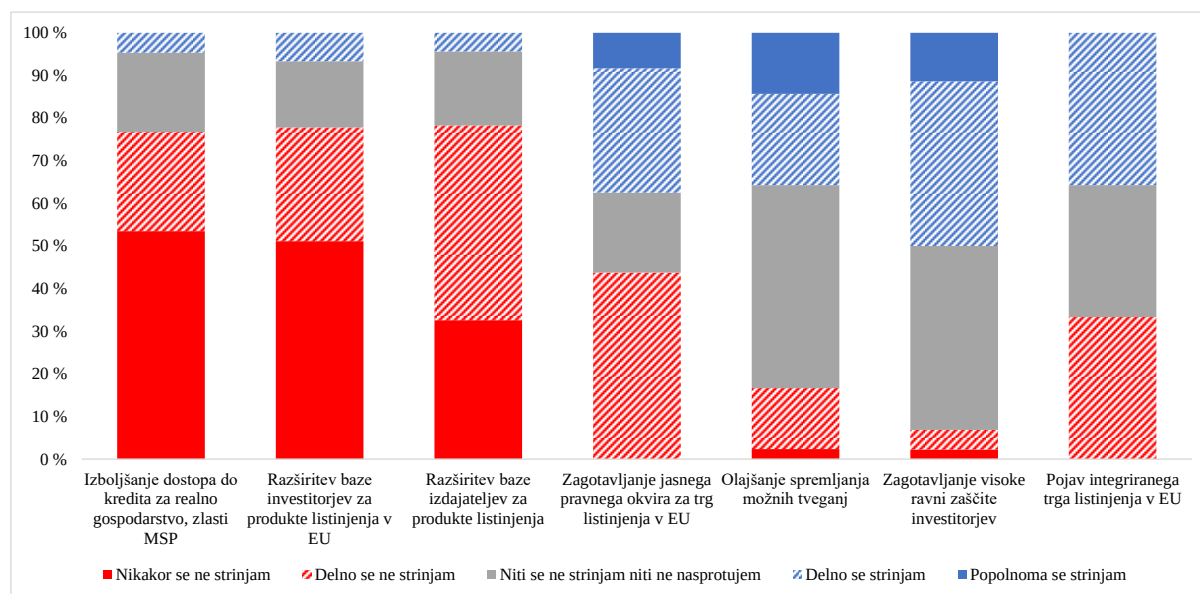
Vpliv na delovanje trga listinjenja v EU

Večina udeležencev posvetovanja je na splošno podprla veljavni pravni okvir. Upoštevali so tudi, da se uredba o listinjenju uporabljala šele razmeroma kratek čas, pri čemer je bilo zaradi tega in zaradi zunanjih dejavnikov, kot sta pandemija COVID-19 ter večja likvidnost prek instrumentov denarne politike, težko v celoti oceniti učinke.

¹⁹ Številke ne vključujejo finančnih instrumentov, zavarovanih z zastavo posojila. Vir: „AFME Securitisation Data Report Q4 2021 and 2021 Full Year“ (Poročilo Združenja za finančne trge v Evropi o podatkih o listinjenju za četrto četrtletje 2021 in celotno leto 2021), 15. marec 2022.

²⁰ Pri primerjavi s trgom listinjenja Združenih držav bi bilo treba upoštevati njegovo drugačno strukturo, v kateri prevladujejo dejavnosti državno podprtih subjektov, ki predstavljajo veliko večino izdaj vrednostnih papirjev, ki so nastali z listinjenjem, v Združenih državah, ter razlike v računovodskih in bonitetnih pravilih.

Slika 1: Povzetek odgovorov na vprašanje 1: Ali je uredba o listinjenju uspešna pri doseganju naslednjih ciljev?



Po mnenju udeležencev posvetovanja ima nov pravni okvir največji učinek v zvezi s ciljem politike za zagotovitev **visoke ravni zaščite investorjev** z zadržanjem tveganja in razpoložljivostjo informacij. Nekateri udeleženci posvetovanja so izrazili pomisleke glede sorazmernosti stroškov upoštevanja zahtev. Na splošno je bilo priznано, da je Uredba olajšala nadaljnjo **integracijo**, da pa se trg listinjenja v EU še vedno razvija. Vendar so udeleženci posvetovanja opozorili, da je trg še vedno razdrobljen med državami članicami, kar naj bi omejevalo ekonomije obsega, ki bi jih bilo mogoče doseči. Udeleženci posvetovanja so poudarili tudi, da nadaljnja integracija trga listinjenja v EU ni odvisna od uredbe o listinjenju, ampak od drugih dejavnikov, kot so denarna politika, nadzorna infrastruktura in napredek širšega akcijskega načrta za unijo kapitalskih trgov. Večina udeležencev posvetovanja se je strinjala, da uredba o listinjenju zagotavlja **jasen pravni okvir**, pri tem pa so poudarili, da bi bilo mogoče nekatere dele izboljšati, in potrdili, da uredba o listinjenju olajšuje **spremljanje možnih tveganj**, čeprav ne nujno za zasebna listinjenja.

Večina udeležencev posvetovanja iz sektorja ni menila, da listinjenje izboljšuje **dostop do kredita za realno gospodarstvo**, vključno z MSP. Podobno tudi v prvih letih izvajanja uredbe o listinjenju niso ugotovili širjenja **baze investorjev ali izdajateljev**. Nasprotno pa so navedli, da se je število investorjev iz določenih glavnih sektorjev, kot so zavarovalnice, zmanjšalo.

Na splošno so menili, da uredba o listinjenju do zdaj ni prinesla nobenih oprijemljivih koristi pri omogočanju kreditov za realno gospodarstvo in MSP. Zlasti zato, ker se od uvedbe uredbe o listinjenju obseg trga ni povečal, zlasti v zvezi s krediti za MSP.

Vpliv oznake STS

Konec marca 2022 je bilo Evropskemu organu za vrednostne papirje in trge (ESMA) uradno sporočenih 620 tradicionalnih in 19 bilančnih²¹ listinjenj STS. Najpogostejša vrsta osnovnih sredstev za listinjenja STS so denarne terjatve iz trgovanja, običajno v okviru komercialnih zapisov s premoženjskim kritjem, sledijo pa jim krediti za nakup avtomobilov ali zakup avtomobilov ter vrednostni papirji, zavarovani s hipotekami na stanovanjske nepremičnine. V skladu s poročilom skupnega odbora je po mnenju udeležencev na trgu glavna korist oznake STS prednostna regulativna

²¹ Prva bilančna listinjenja so bila ESMA uradno sporočena 22. junija 2021.

obravnavo, ki je značilna zanjo. Na podlagi tega so banke in zavarovalnice upravičene do nižje kapitalske zahteve za pozicije, ki so uradno sporočene kot STS, v primerjavi z listinjenji, ki nimajo oznake STS (glej sliko 2).

Slika 2: Glavne koristi in izzivi oznake STS

Koristi STS	Relativna ocena	Izzivi STS	Relativna ocena
Obravnava kapitala	4,2	Zapletenost meril za STS	3,9
Širša baza investitorjev	3,4	Restriktivnost meril	3,7
Oblikovanje cen	3,3	Pravne sankcije	3,7
Standardizacija	3,1	Stroški upoštevanja zahtev	3,6
Preglednost	3,0	Nezadostna jasnost meril	3,5

Vir: poročilo skupnega odbora.

Relativna ocena od 0 (ni pomembno) do 5 (izredno pomembno)

Ocena Komisije

Komisija v zvezi s položajem celotnega trga potrjuje povratne informacije sektorja, ki kažejo, da je izdaja vrednostnih papirjev, ki so nastali z listinjenjem, še vedno šibka. Vendar brez vira celovitih podatkov, ki zajema vse segmente trga, ni mogoče z gotovostjo določiti položaja za celoten trg. Zato se nadzornike spodbuja, da si še naprej prizadevajo zlasti za boljše razumevanje velikosti trga zasebnega listinjenja. Poleg tega v tej fazi ni jasno, v kolikšni meri se razvoj trga lahko pripiše vplivu regulativne ureditve in v kolikšni meri so odločilnejši zunanji dejavniki.

Komisija kljub razmeroma neugodnemu makroekonomskemu okolju ni zaznala večjih pomislekov glede kreditne kakovosti listinjenj EU ali bila seznanjena z njimi, kar pomeni, da ima trg listinjenja v EU trdne temelje.

Komisija ugotavlja, da je trg začel uporabljati oznako STS in jo je na splošno sprejel. Oznaka izpolnjuje svoj namen, tj. investitorjem je v pomoč pri opredelitvi visoko kakovostnih struktur ter pomaga odpraviti slab sloves listinjenja. Komisija in ESA bodo še naprej spremljali trg in po potrebi udeležencem na trgu zagotavljali smernice in pojasnila glede razlag meril za STS, da se bodo lahko ti lažje znašli v pravnem okviru.

Po mnenju Komisije se na splošno zdi, da uredba o listinjenju izpolnjuje svoj namen, zato meni, da v sedanjih razmerah niso potrebne večje zakonodajne spremembe. Glede na navedeno Komisija upošteva pomisleke deležnikov in potrjuje, da obstaja možnost za uskladitev določenih vidikov (glej oddelek 5 in 6).

4. Zadržanje tveganja

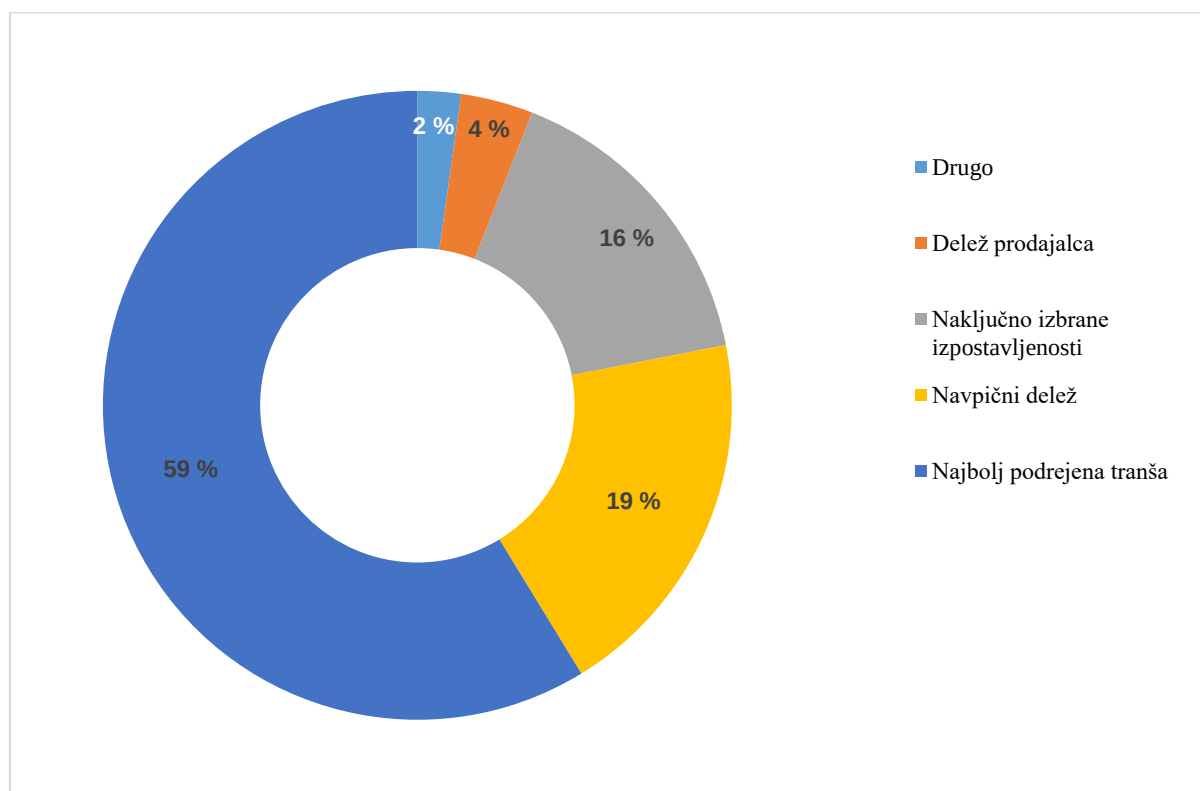
Ozadje in ugotovitve

Da pobude izdajateljev in kupcev vrednostnih papirjev, ki so nastali z listinjenjem, ne bi bile neuskkljene, člen 6 uredbe o listinjenju določa, da morajo originatorji, sponzorji ali prvotni kreditodajalci (v primeru listinjenja nedonosnih izpostavljenosti pa tudi serviserji) imeti najmanj 5-odstoten neto ekonomski delež v listinjenju v času trajanja posla. Poleg te neposredne obveznosti je določeno tudi posredno preverjanje zahteve glede zadržanja tveganja, pri katerem se institucionalnim investitorjem dovolijo samo pozicije v listinjenju, pri katerih se zadrži najmanj 5 % neto ekonomskega deleža.

V skladu z informacijami evropskega podatkovnega središča²² je bil repozitorij listinjenj, tj. najpogostejša metoda zadržanja na področju javnih dolgoročnih listinjenj, „prva izguba“, pri kateri subjekt, ki zadrži delež, ohrani prvo kreditno izgubo v višini najmanj 5 % nominalne vrednosti listinjenih izpostavljenosti (glej sliko 3).

Slika 3: Uporaba metod zadržanja na področju javnih listinjenj (v % skupnih listinjenj)

Vir: evropsko podatkovno središče.



Ker zasebnih listinjenj ni treba sporočiti v repozitorije listinjenj, je težje sistematično pridobiti podatke o metodah zadržanja tveganja v zasebnih poslih. V skladu s podatki COREP o bankah, vključenih v posle listinjenja, je najpogostejša metoda zadržanja pri sintetičnih poslih, pri katerih je

²² Evropsko podatkovno središče (European Data Warehouse – EDW) je eden od dveh repozitorijev listinjenj, ki so bili odobreni do zdaj. Naloga repozitorijev listinjenj je zbiranje podatkov o listinjenjih v EU na centralni ravni ter zagotavljanje teh podatkov investitorjem in nadzornikom.

treba za sprostitev kapitala (ki so običajno zasebni posli) upoštevati prenos pomembnega deleža tveganja, t. i. „navpični delež“. To pomeni, da originator, sponzor ali prvotni kreditodajalec zadrži najmanj 5 % vsake prodane ali na investitorje prenesene tranše. Ta metoda zadržanja je bila uporabljena pri 80 % sintetičnih poslov s prenosom pomembnega deleža tveganja v obdobju 2020–2021.

V poročilu skupnega odbora niso ugotovljene pomanjkljivosti pri uporabi okvira za zadržanje tveganja. Vendar Komisija še ni sprejela regulativnih tehničnih standardov v skladu s členom 6(7) uredbe o listinjenju, ki določa posebnosti postopkov za zadržanje tveganja. To je morda povzročilo nekaj pravne negotovosti za udeležence na trgu²³. Zdi se, da ta neobstoje podrobnih določb ne vpliva na navadne posle, saj so se veljavne določbe uredbe o kapitalskih zahtevah večinoma prenesle z zahtevami glede zadržanja tveganja, zlasti pa so z njimi seznanjene kreditne institucije.

Ocena Komisije

Podatki kažejo, da trg uporablja vse razpoložljive metode zadržanja. Nobenega dokaza ni, da je katera koli od metod zadržanja tveganja, ki je dovoljena v skladu z uredbo o listinjenju, neustrezna. Komisija zato meni, da revizija zahtev glede zadržanja tveganja ni potrebna, in poziva EBA k nadaljnjemu spremljanju uporabe teh zahtev. V prihodnje je morda primerno podrobneje preučiti zakaj in v kakšnih okoliščinah udeleženci na trgu dajejo eni metodi zadržanja prednost pred drugo in kako učinkovita je posamezna metoda pri zadržanju deleža posla.

5. Skrbni pregled in preglednost

Ozadje in ugotovitve

Uredba o listinjenju določa, da morajo institucionalni investitorji opraviti temeljit skrbni pregled, preden prevzamejo pozicijo v listinjenju. Preudarna in skrbna analiza tveganj, ki je vključena v listinjenje, je močno odvisna od dostopa do informacij. Da se investitorjem olajša skrbni pregled in zagotovi podpora pristojnim organom pri izvajanju nadzora, člen 7 določa, da morajo originatorji, sponzorji in SSPE dati na voljo vso ustrezno dokumentacijo, ki opisuje lastnosti listinjenja, ter redno razkrivati vse potrebne pomembne podatke o kreditni kakovosti in uspešnosti osnovnih izpostavljenosti. Informacije se predložijo repozitorijem listinjenj prek standardiziranih predlog. En del nalog investitorjev na področju skrbnega pregleda je preveriti, ali se pri listinjenju upoštevajo zahteve glede preglednosti iz uredbe o listinjenju.

V okviru posvetovanja so se zahtevale povratne informacije o sorazmernosti zahtev glede razkritja in skrbnega pregleda, postopkih skrbnega pregleda, ki ga izvajajo investitorji, in koristnosti predlog za razkritje podatkov. Po mnenju večine udeležencev posvetovanja, zlasti tistih, ki predstavljajo sektor, zahteve glede skrbnega pregleda in preglednosti niso sorazmerne. Ti deležniki so ugotovili, da so določbe preveč normativne in stroge, zlasti če se primerjajo z okvirom, ki se uporablja za podobne instrumente, kot so krite obveznice. Poleg tega so udeleženci posvetovanja menili, da določbe ne upoštevajo v celoti posebnosti posla, zlasti pa ne upoštevajo, ali gre za javni ali zasebni posel (glej tudi oddelek 6 o zasebnih listinjenjih). Udeleženci posvetovanja iz sektorja so zaznali tudi nesorazmernost pri uporabi pravil o preglednosti za listinjenja tretjih držav. S tem se ustvarja negotovost glede sposobnosti investitorjev, da izpolnijo svoje obveznosti skrbnega pregleda pri vlaganju v take posle (glej oddelek 11). Tisti, ki so menili, da je sedanja ureditev sorazmerna, so se

²³ EBA je nedavno sprejel posodobljeno različico navedenih tehničnih standardov, ki temelji na spremembah določb o zadržanju tveganja v okviru svežnja za okrevanje v zvezi s kapitalskimi trgi. Končno poročilo je bilo Komisiji predloženo 12. aprila 2022.

osredotočili na to, da lahko standardizirana razkritja pomagajo investitorjem analizirati lastnosti zapletenih poslov listinjenja.

Večina udeležencev posvetovanja se je strinjala, da so informacije, ki se predložijo na podlagi člena 7 uredbe o listinjenju, zadostne za potrebe skrbnega pregleda, ki ga izvajajo investitorji. Nekateri deležniki so trdili, da so te informacije dejansko preobsežne in da jih investitorji morda ne bodo uporabili, temveč se bodo namesto nanje oprli na svoje veljavne ureditve skrbnega pregleda, ki so jih uporabljali pred začetkom veljavnosti uredbe o listinjenju. Številni udeleženci posvetovanja so opredelili določena polja v predlogah, ki so po njihovem mnenju problematična iz različnih razlogov, na primer več polj zahteva podobne informacije ali nejasnost glede koristnosti nekaterih informacij, ki se zahtevajo v predlogah. V zvezi z vplivom razkritja informacij o posameznih kreditih je večina deležnikov menila, da so te na splošno koristne za vse razrede sredstev, razen če portfelj sestavlja veliko število razkritij: v tem primeru je vpliv posamezne izpostavljenosti na uspešnost listinjene skupine majhna.

Večina deležnikov je menila, da je ureditev glede razkritja zato mogoče poenostaviti, ne da bi se s tem oslabil cilj zakonodajalcev glede zaščite institucionalnih investitorjev in olajšanja izvajanja nadzora. V večini odgovorov, vključno z več odgovori javnih organov, je bilo predlagano, da bi bilo treba zahteve glede preglednosti bolje prilagoditi potrebam investitorjev, zlasti v zvezi z zasebnimi listinjenji.

V poročilu skupnega odbora se je preučil tudi vpliv zahtev glede skrbnega pregleda in preglednosti. V zvezi s skrbnim pregledom ni bila ugotovljena potreba po pravnih spremembah in priporočeni so bili pojasnitve jurisdikcijskega področja uporabe določb (glej oddelek 11) ter večja prizadevanja nacionalnih pristojnih organov za zagotovitev večje učinkovitosti nadzora skrbnega pregleda. Glavna priporočila v zvezi z določbami o preglednosti so bila izboljšati približevanje in usklajevanje na področju nadzora ter nadalje spremljati vpliv predlog za razkritje, ker naj bi bilo na navedeni ravni še prezgodaj za celovito oceno delovanja predlog.

Ocena Komisije

Določbe o preglednosti in skrbnem pregledu v uredbi o listinjenju so neločljivo povezane, saj bi morala preglednost olajšati skrben pregled. Zato bi se bilo treba izogniti sporočanju informacij, ki jih investitorji ne uporabljajo, saj to pomeni nepotrebne stroške uskladitve, ki skoraj ne prinašajo koristi.

Čeprav se okvir preglednosti v celoti uporablja od junija 2021, ko so bili odobreni prvi repozitoriji listinjenj, se predloge za razkritje vsaj v nekaterih delih trga uporabljajo od januarja 2019, ko jih je sprejel ESMA. Komisija zato meni, da se predloge uporabljajo dovolj časa, da bi se lahko pokazale potencialne bistvene pomanjkljivosti. Povratne informacije iz posvetovanja poudarjajo področja, na katerih bi koristnost predlog za razkritje dejansko lahko bila omejena.

Komisija zato ESMA poziva, naj preuči predloge za razkritje z vidika osnovnih izpostavljenosti v listinjenju. ESMA bi moral zlasti obravnavati možne tehnične težave pri navajanju informacij, ki se zahtevajo v določenih poljih, odstraniti možna nepotrebna polja in jih bolj prilagoditi potrebam investitorjev. V okviru tega bi ESMA moral upoštevati, ali so informacije o posameznih kreditih koristne in sorazmerne s potrebami investitorjev za vse vrste listinjenj.

6. Zasebna listinjenja

Zasebna listinjenja so opredeljena kot listinjenja, pri katerih ni treba pripraviti nobenega prospekta v skladu z Direktivo 2003/71/ES. Izpolnjevati morajo iste regulativne zahteve kot javna listinjenja,

razen da zanje ne velja obveznost uporabe repozitorija listinjenj za razkritje informacij iz člena 7 uredbe o listinjenju.

6.1 Nesorazmerna rast števila zasebnih listinjenj?

Ozadje in ugotovitve

Zasebna listinjenja so bistveni dodatni vir financiranja za podjetja. Večinoma so namenjena zelo posebnim tržnim nišam, na primer: (i) kjer je pomembno neposredno razmerje med investitorjem in originatorjem; (ii) kjer mora izdajatelj nadzorovati dostop do posebno občutljivih poslovnih podatkov ali (iii) kjer so obsegi poslov premajhni, da bi upravičili strošek javne izdaje.

Hkrati pa sta imela sozakonodajalca pomisleke, da bi se taki posli lahko uporabili za izogibanje strožjim zahtevam glede preglednosti, ki veljajo za javna listinjenja. Zato sta Komisijo pozvala, naj oceni, ali se je število teh poslov nesorazmerno povečalo in ali je k temu prispevala želja po izogibanju obveznosti glede preglednosti za javne posle. V tem okviru bi lahko bilo povečanje števila teh poslov „nesorazmerno“, če obstaja sum, da se z zasebnimi listinjenji nadomeščajo posli, ki bi se sicer izvedli javno.

V poročilu skupnega odbora je poudarjeno, da se je število zasebnih listinjenj STS dejansko znatno povečalo od marca 2019. Tri četrtine vseh poslov STS v letu 2020 so bile zasebne v primerjavi s samo eno tretjino vseh listinjenj STS v letu 2019. V skladu z informacijami o listinjenjih STS, ki so objavljena na spletišču ESMA, se je število zasebnih poslov ponovno zmanjšalo v letu 2021 na manj kot 60 % vseh listinjenj STS. Vendar podatki o številu poslov, ki nimajo oznake STS, ter njihovem obsegu niso bili vključeni v poročilo skupnega odbora.

Udeleženci posvetovanja iz sektorja so menili, da so te številke zasebnih listinjenj STS zavajajoče in posledica novega regulativnega okvira, k čemur je privedlo naslednje. Prvič, v zelo široki opredelitvi listinjenj, ki se uporablja v uredbi o listinjenju, so nekateri posli, ki so se prej šteli za bančna posojila, označeni kot zasebna listinjenja. Drugič, večina zasebnih poslov in zlasti komercialni zapisi s premoženjskim kritjem (ABCP) so bili večkrat obnovljeni in so zdaj vidni, ker so bili prestrukturirani v posle STS in so prikazani v registru ESMA.

Ocena Komisije

Komisija potrjuje, da bi lahko prilagoditve novemu regulativnemu okviru prispevale k povečanju števila zasebnih listinjenj po datumu začetka uporabe novega okvira za listinjenje. Na podlagi navedenega se šteje, da dveletno obdobje ni dovolj, da bi se z gotovostjo opredelilo, ali je prišlo do dejanskega prehoda z javnih na zasebne posle ali ne. Komisija ugotavlja tudi, da ni razpoložljivih podatkov niti o številu zasebnih poslov brez oznake STS niti o obsegu poslov, zato je težko podati celovito oceno razvoja trga zasebnih poslov.

Čeprav ni mogoče oblikovati dokončne ugotovitve o tem, ali gre za dosledno večanje števila in obsega zasebnih listinjenj, ki se ne kaže v sorazmernem porastu javnih poslov, Komisija ne more oceniti, ali je tak porast spodbudil cilj izogibanja obveznostim glede preglednosti javnih poslov. Komisija zato skupni odbor poziva, naj še naprej spremlja razvoj pri obsegu zasebnih in javnih poslov in sledi obsegu poslov brez oznake STS ter splošnemu obsegu poslov. Na podlagi teh dodatnih podatkov bo Komisija vprašanje pravočasno ponovno obravnavala.

6.2 Zadostne informacije za investitorje in nadzornike o zasebnih listinjenjih?

Ozadje in ugotovitve

Trenutno ni na voljo nobene namenske predloge za zasebna listinjenja: originatorji, sponzorji ali SSPE v zasebnih listinjenjih morajo izpolniti obsežne predloge, ki se uporabljajo tudi za javna

listinjenja, čeprav teh ni treba predložiti prek repozitorija listinjenj. Nekateri pristojni nacionalni organi zahtevajo, da se osnovne informacije o zasebnih poslih predložijo na posameznih obrazcih.

Mnenja o tem, ali predloge prinašajo dodano vrednost zasebnim listinjenjem, so bila deljena. Nekateri udeleženci posvetovanja iz sektorja (ne glede na to, ali imajo na trgu listinjenja funkcijo investitorja ali originatorja) in večina javnih organov so videli korist v standardiziranih predlogah. Drugi udeleženci posvetovanja so izrazili pomisleke glede koristnosti predlog v zvezi z zagotavljanjem preglednosti zasebnih listinjenj, zlasti v primeru zasebnih sintetičnih poslov, pri katerih morajo biti informacije zelo specifične.

Večina udeležencev posvetovanja iz sektorja je trdila, da imajo nadzorniki in investitorji v sedanjem sistemu dovolj informacij za spremljanje razvoja trga oziroma izvajanje temeljitega skrbnega pregleda.

Čeprav so menili, da bi nadzorniki na podlagi sedanjih predlog iz člena 7 morali imeti na voljo dovolj informacij o zasebnih listinjenjih, so bile povratne informacije javnih organov o tem vprašanju različne. Dva nadzornika sta se strinjala, medtem ko je večina nadzornikov podprla stališča, izražena v poročilu skupnega odbora, ki ugotavlja, da se nadzorniki spopadajo s težavami pri pridobivanju zadostnih informacij o obstoju in okvirih poslov.

Ocena Komisije

Komisija se strinja z mnenjem, da standardizirane predloge pomagajo zagotavljati informacije, ki so dovolj visokokakovostne in enostavne, da jih lahko obdelajo različni prejemniki. Hkrati potrjuje, da zaradi prilagojene narave zasebnega listinjenja investitorji v take posle potrebujejo več prilagojenih informacij, kot bi jih lahko pridobili s predlogami ESMA. Komisija nima nobenih dokazov, na podlagi katerih bi lahko podvomila o trditvi udeležencev posvetovanja iz sektorja, da imajo investitorji v zasebne posle strukturno dovolj močno pozicijo, da lahko zahtevajo in prejmejo vse informacije, ki jih potrebujejo za temeljit skrben pregled. A čeprav bi informacije, predložene na predlogi ESMA, lahko bile manj pomembne za investitorje, kot sta sozakonodajalca prvotno predvidevala, so standardizirane informacije o obstoječih zasebnih poslih še vedno bistvene za nadzornike, saj lahko hitro pridobijo pregled nad razvojem trga in opredelijo posle, nad katerimi bi lahko želeli izvesti podroben nadzorniški pregled. Različni občasni obrazci, ki jih je v ta namen pripravilo več nadzornikov, kažejo, da sedanji podrobni obrazci ESMA morda niso povsem ustrezni za enostavno pridobivanje natančnega pregleda nad trgom zasebnega listinjenja.

Komisija na podlagi navedenega ESMA poziva, naj pripravi namensko predlogo za posle zasebnega listinjenja, ki bo prilagojena zlasti potrebi nadzornikov po pregledu nad trgom in glavnimi lastnostmi zasebnih poslov. Pravno možno je tudi imeti različne predloge za zasebna in javna listinjenja, saj člen 7(3) uredbe o listinjenju omogoča pripravo predlog „ob upoštevanju koristnosti informacij za imetnika pozicije v listinjenju“. Namenska predloga za zasebna listinjenja naj bi bistveno poenostavila zahteve glede preglednosti za zasebna listinjenja. Hkrati bo nadzornikom v pomoč pri pridobivanju zadostnih informacij o zasebnih poslih.

S to novo predlogo bi se lahko nadomestile obstoječe predloge za vsa zasebna listinjenja. Nadzorniki bi lahko prejeli informacije, ki jih potrebujejo, investitorji v zasebna listinjenja pa bi lahko pridobili vse potrebne dodatne informacije v dvostransko dogovorjenih formatih, ki ne bi bile omejene z vsebino standardiziranih predlog. Čeprav izdajateljem v repozitorij ni treba predložiti predlog za zasebna listinjenja, Komisija meni, da nadzornikov nič ne ovira pri pridobivanju navedenih informacij, saj člen 7 določa, da morajo izdajatelji te informacije dati na voljo nadzornikom. Komisija meni, da bi nadzorniki morali uveljavljati navedeno obveznost in pri svojem delu uporabiti informacije iz predlog. ESA bi lahko na podlagi svojih veljavnih pristojnosti zagotovili, da nadzorniki prejmejo informacije v obliki, ki jim omogoča njihovo takojšnjo uporabo.

Mogoče je, da je uradna obvestila, ki jih originatorji, sponzorji ali SSPE predložijo sami namesto prek repozitorijev listinjenj, bistveno težje obdelati in da so za preglede kakovosti, ki jih izvajajo repozitoriji listinjenj, nujno potrebni visokokakovostni podatki. Če to drži, bi priporočilo, navedeno v poročilu, glede registracije informacij o zasebnih poslih prek repozitorijev listinjenj, kar bi bilo koristno za nadzornike, lahko bilo dolgoročna pot naprej, ko se Komisija odloči podati predlog za spremembo uredbe o listinjenju.

6.3 Opredelitev zasebnega listinjenja

Ozadje in ugotovitve

Velika večina udeležencev posvetovanja je podprla spremembo opredelitve pomena zasebnega listinjenja. Vendar se je znatno število teh udeležencev zavzemalo za drugačno opredelitev, pri čemer so predpostavljali, da bi bilo mogoče določene posle, ki so bili označeni kot zasebni, v celoti izvzeti iz zahtev glede preglednosti. Podobno je bila podpora spremembi opredelitve izražena v poročilu skupnega odbora, da bi se zagotovila njena večja natančnost in da bi se iz zahtev glede preglednosti v celoti izvzel podsklop poslov, ki predstavljajo zasebne posle (npr. posli znotraj skupine brez tretjega investitorja).

Ocena Komisije

Po mnenju Komisije se ne zdi primerno spreminjati opredelitve zasebnega listinjenja iz uredbe o listinjenju. Sedanja opredelitev bi sicer lahko bila natančnejša, vendar je jasna in na splošno dobro deluje. Podporniki nove opredelitve priznavajo, da bi bilo boljše opredelitev zasebnega listinjenja morda težko najti, zato nekateri ne predlagajo alternativne opredelitve, temveč odprto razpravo po oceni učinka in posvetovanju.

Komisija ugotavlja, da so skoraj vsi pozivi k drugačni opredelitvi pomena zasebnega listinjenja povezani z mnenjem o prekomerni normativnosti zahtev glede preglednosti za zasebne posle ter v praksi precej nesmiselni za investitorje in potencialne investitorje. Trdi, da ti investitorji v zasebne posle lahko zahtevajo in neprekinjeno prejemajo potrebne prilagojene informacije s prodajne strani v poslu. Zato se zdi, da deležniki, ki pozivajo k spremembi opredelitve, to počnejo samo zaradi poenostavitve zahtev glede preglednosti pri zasebnih poslih. Komisija meni, da bi se to vprašanje lahko rešilo s pregledom veljavnih pravil in predlog ter oceno njihove koristnosti (glej prejšnji oddelek).

7. Enakovrednost STS

Ozadje in ugotovitve

Enakovrednost je mehanizem, s katerim lahko EU regulativne standarde, ki se uporabljajo zunaj EU, na določenem področju prizna kot enakovredne svojim standardom²⁴. Da bi se tretji državi v določenem sektorju priznala enakovrednost, morajo biti pravila in nadzor enakovredni pravilom in nadzoru v EU. S tem se lahko zagotovi oprostitev uporabe zakonskih določb, tako da se odstranijo podvojene zahteve pri čezmejnih poslih, bonitetna obravnava čezmejnih izpostavljenosti pa se uskladi z obravnavo, ki se uporablja za domače izpostavljenosti.

²⁴ Sporočilo Komisije Evropskemu parlamentu, Svetu, Evropski centralni banki, Evropskemu ekonomsko-socialnemu odboru in Odboru regij – Enakovrednost na področju finančnih storitev – COM(2019) 349 final.

Na posvetovanju je večina udeležencev na trgu izrazila podporo, da se subjektom, ki niso iz EU, dovoli izdaja vrednostnih papirjev, ki so nastali s STS. Nasprotno pa so javni organi skoraj enotno nasprotovali vzpostavitvi ureditve enakovrednosti.

Ocena Komisije

Okvir EU za listinjenje STS temelji na obsežnem sklopu zahtev, med drugim tudi v zvezi z razkritjem informacij. Komisija ugotavlja, da nobene ureditve listinjenja v jurisdikciji tretje države ni bilo mogoče niti približno obravnavati kot ureditev, ki je enakovredna okviru EU za STS. Združeno kraljestvo je edina jurisdikcija zunaj EU z vzpostavljeno ureditvijo STS, saj je po izstopu iz EU sprejela ureditev EU za STS.

Komisija na podlagi tega meni, da je za uvedbo ureditve enakovrednosti STS v tem trenutku še prezgodaj. Ureditev STS v EU se še razvija, EU pa je nedavno vzpostavila ureditev za bilančna listinjenja STS, ki v Združenem kraljestvu ne obstaja. Poleg tega bo pregled nadzornih praks tretjih držav izvedljiv šele po nadaljnjem razvoju nadzorne prakse EU in njeni celotni uskladitvi med nadzorniki EU. V tem okviru je ključen strokovni pregled izvajanja zahtev STS, da bi se pridobil pregled nad nadzorom ureditve STS v EU. Ta strokovni pregled, za katerega je bilo prvotno predvideno, da se bo končal do 1. januarja 2022²⁵, je preložen v leto 2024.

Ne glede na navedeno bo Komisija še naprej spremljala ustrezen regulativni razvoj v jurisdikcijah tretjih držav, ki bi lahko privedel do sprejetja podobnih ureditev listinjenja v skladu s standardom glede enostavnosti, preglednosti in primerljivosti, ki sta ga razvila Baselski odbor za bančni nadzor in Mednarodno združenje nadzornikov trga vrednostnih papirjev, na katerem temelji ureditev STS v EU.

Če se bodo sedanje razmere spremenile, bi Komisija lahko ponovno preučila potrebo po uvedbi ureditve enakovrednosti STS in njeno primernost.

8. Trajnostno listinjenje

Ozadje in ugotovitve

Uredba o listinjenju določa samo delno obveznost razkrivanja informacij glede trajnostnosti. V zvezi z listinjenji STS mora prodajna stran objaviti razpoložljive informacije o okoljski učinkovitosti sredstev, ki se financirajo s stanovanjskimi krediti ali krediti za nakup avtomobilov ali zakupi avtomobilov. S spremembami svežnja za okrevanje v zvezi s kapitalskimi trgi je bila dodana možnost za originatorje, da namesto tega objavijo razpoložljive informacije o glavnem škodljivem vplivu na dejavnike trajnostnosti sredstev, ki se financirajo z osnovnimi izpostavljenostmi.

Poleg naloge iz člena 46(e) je Komisija v skladu s členom 45a(e) pozvana, naj na podlagi poročila EBA poroča o oblikovanju posebnega okvira trajnostnega listinjenja²⁶. EBA je objavil svoje poročilo 2. marca 2022²⁷.

Razširitev obsega veljavnih zahtev glede razkritja na okoljsko trajnostnost

V okviru posvetovanja je večina udeležencev načeloma podprla mnenje, da lahko razširitev veljavne zahteve glede razkritja na druge razrede sredstev²⁸ prinese dodano vrednost za investitorje, ki bi želeli imeti take informacije, da bi izmerili svoj delež okoljskih, socialnih in upravljavskih naložb, ocenili

²⁵ V skladu s členom 36(7) uredbe o listinjenju.

²⁶ https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Reports/2022/1027593/EBA%20report%20on%20sustainable%20securitisation.pdf

²⁷ [EBA priporoča spremembe evropskega standarda za zelene obveznice v zvezi s posli listinjenja | Evropski bančni organ \(europa.eu\).](https://www.eba.europa.eu/en/press-statements/feature/1027593)

²⁸ Razen stanovanjskih kreditov ali kreditov za nakup avtomobilov ali zakupa avtomobilov.

tveganja, povezana z okoljskimi, socialnimi in upravljavskimi dejavniki, in jih uporabili kot orodje za primerjavo. Investitorji so izrazili obžalovanje, ker tovrstne informacije še niso na voljo, saj jih bodo v prihodnosti potrebovali za izpolnjevanje zahtev glede razkritja.

Kljub temu so udeleženci posvetovanja navedli, da je koristnost take razširitve zahtev glede razkritja na druge razrede sredstev odvisna od tega, ali obstajajo dovolj jasni in ustrezni okviri za oceno ustrezne okoljske uspešnosti. Večina udeležencev posvetovanja je menila, da to še ne velja za vse razrede sredstev²⁹.

Da bi se izboljšala razpoložljivost podatkov, je v poročilu EBA navedeno priporočilo, naj se razkritja o glavnih škodljivih vplivih razširijo na listinjenja, razen listinjenj STS, in da bi bilo treba srednjeročno uvesti obvezna razkritja o glavnih škodljivih vplivih.

Oblikovanje posebnega okvira trajnostnega listinjenja

Cilj sedanjega predloga za evropski standard za zelene obveznice, ki je bil objavljen julija 2021 in v zvezi s katerim pogajanja še potekajo³⁰, je vzpostaviti okvir za zelene obveznice, vključno s tistimi, ki jih je izdal subjekt s posebnim namenom v okviru posla listinjenja. Izdajatelj se mora, da bi pridobil oznako za zelene obveznice, zavezati uporabi prihodkov od izdaje za financiranje, refinanciranje ali pridobivanje sredstev v skladu s taksonomijo EU.

Poročilo EBA trenutno ne vsebuje priporočila za vzpostavitev namenskega okvira za zeleno listinjenje, in sicer zaradi še vedno majhne količine za listinjenje razpoložljivih zelenih sredstev³¹ in zato, ker je trg trajnostnega listinjenja še vedno precej nov. Vendar se v njem priporoča, naj se možnost vzpostavitve namenskega okvira preuči šele, ko gospodarstvo EU doseže večji napredek pri zelenem prehodu.

Namesto tega poročilo EBA vsebuje priporočilo za prilagoditev evropskega standarda za zelene obveznice, da bi bil primernejši za listinjenja v prehodni fazi (glej spodnji okvir). EBA priporoča, naj oznaka za zeleno listinjenje (tj. oznaka evropskega standarda za zelene obveznice ali ločena namenska oznaka) ne zajema sintetičnega listinjenja, saj še ni splošno priznane metodologije za merjenje prerazporeditve kapitala, ki se sprosti na podlagi posla za zelene namene.

V okviru posvetovanja je večina udeležencev opozorila na obstoj več različnih oznak za razvrščanje zelenega listinjenja in izrazila jasno naklonjenost uporabi oznake evropskega standarda za zelene obveznice v bližnji prihodnosti namesto oblikovanju ločenega okvira. V povratnih informacijah so bili izraženi pomisleki EBA glede zahteve po uskladitvi skupine osnovnih sredstev s taksonomijo, saj bi to povzročilo neenako obravnavo listinjenja z drugimi primerljivimi instrumenti bančnega financiranja, kot so krite obveznice. Listinjenje zato morda ne bo moglo prispevati k financiranju prehoda na zeleno gospodarstvo, saj trenutno primanjkuje sredstev, usklajenih s taksonomijo. V zvezi s subjektom, odgovornim za poročanje, so številni udeleženci posvetovanja dali prednost

²⁹ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SL/TXT/?uri=CELEX:52021PC0391>

³⁰ https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/european-green-bond-standard_en

³¹ V skladu z ocenami EBA glede količine sredstev, usklajenih s taksonomijo, v bankah EU, bi največja letna skupina zelenih listinjenj, ob predpostavki, da so v celoti podprta s sredstvi, usklajenimi s taksonomijo, znašala 15,6 milijarde EUR.

originatorjem pred izdajatelji, saj bi bilo nepraktično pooblastiti izdajatelje, ki ne nadzorujejo sredstev.

Glede razkritij, za katere se zahteva, da se štejejo za trajnostna, je navedeno, da bi bila preveč opisna ureditev kontraproduktivna glede na širok razpon dejavnosti, povezanih z osnovnimi izpostavljenostmi poslov listinjenja.

Priporočilo iz poročila EBA o prilagoditvi evropskega standarda za zelene obveznice

Predlog evropskega standarda za zelene obveznice vzpostavlja prostovoljni standard za financiranje trajnostnih naložb in izdajatelju obveznice omogoča, da uporabi oznako zelene obveznice, vse dokler se celoten prihodek od izdaje obveznice uporablja za namene, ki so v celoti usklajeni s taksonomijo. To pomeni, da bi bilo treba osnovne izpostavljenosti listinjenja v lasti SSPE pri listinjenju uskladiti s taksonomijo.

EBA v poročilu opozarja, da se s tem pristopom listinjenja (in drugi finančni instrumenti, ki jih izda subjekt s posebnim namenom) razlikujejo od vrednostnih papirjev, ki jih ne izda subjekt s posebnim namenom. Opozarja tudi na dejstvo, da bi bilo treba v skladu s sedanjim pristopom listinjenja, skladna z evropskim standardom za zelene obveznice, podpreti s sredstvi, usklajenimi s taksonomijo. Vendar to originatorju kot končnemu upravičencu do prihodkov od izdaje listinjenih obveznic ne bi preprečevalo uporabe prihodkov za namene, ki niso zeleni. EBA je menil, da ta pristop ni skladen z namero politike, da se nova sredstva usmerijo v financiranje prehoda na zeleno in trajnostno gospodarstvo EU. Zaradi trenutnega pomanjkanja sredstev, usklajenih s taksonomijo, ki so na voljo za listinjenje, je EBA menil, da bi to tudi znatno omejilo potencial za trg listinjenja na podlagi evropskega standarda za zelene obveznice. Poleg tega je v poročilu EBA poudarjeno, da imajo SSPE omejeno ekonomsko vsebino, zato bi bil trg listinjenja na podlagi evropskega standarda za zelene obveznice nepraktičen, tudi če bi bili SSPE edini subjekti, ki bi imeli pravno odgovornost.

Poročilo EBA zato vsebuje priporočilo, v skladu s katerim bi se morale zahteve glede evropskega standarda za zelene obveznice uporabljati za originatorja listinjenja in ne za SSPE. EBA priznava, da uporaba zahtev glede uporabe prihodkov na ravni originatorja namesto na ravni SSPE ni videti kot očitna pot za listinjenje, saj zanj značilno premoženjsko kritje nima koristi od dvojnega zavarovanja. To bi lahko privedlo tudi do listinjenj na podlagi evropskega standarda za zelene obveznice z osnovnimi sredstvi, ki „niso zelena“. Vendar EBA meni, da je to najučinkovitejši in najbolj pragmatičen pristop v prehodnem obdobju ter način za zagotovitev enake obravnave listinjenja z drugimi vrstami vrednostnih papirjev s premoženjskim kritjem. EBA priporoča, da bi morali prenos zahtev glede evropskega standarda za zelene obveznice na originatorja spremljati dodatni ukrepi za preglednost, s čimer se investitorje obvesti, v kolikšni meri je skupina sredstev usklajena s taksonomijo. Ta pristop bi morali dopolnjevati zaščitnimi ukrepi, da se originatorju prepreči listinjenje izbire sredstev na način, ki bi se lahko štel za zeleno zavajanje.

Poleg tega je EBA v poročilu glede razkritja v zvezi s trajnostnimi listinjenji v skladu s členom 45(a) uredbe o listinjenju preučil, kako vključiti razkritje v zvezi s trajnostnostjo v uredbo o listinjenju na podlagi uredbe o razkritjih v zvezi s trajnostnostjo³². Uredba o razkritjih v zvezi s trajnostnostjo določa obveznosti glede razkritja trajnostnosti za udeležence na finančnem trgu in finančne svetovalce v razmerju do končnih investitorjev. Čeprav za investitorje, ki so dejavni na trgu listinjenja, velja ureditev iz uredbe o razkritjih v zvezi s trajnostnostjo, EBA v poročilu ugotavlja, da produkti listinjenja ne spadajo na področje uporabe navedene uredbe, saj se ne štejejo za finančne produkte v smislu člena 2 navedene uredbe. Investitorji zato morda ne bodo mogli vključiti izpostavljenosti iz listinjenja v svoje okoljske, socialne in upravljaljske naložbene strategije.

³² Uredba (EU) 2019/2088 Evropskega parlamenta in Sveta o razkritjih, povezanih s trajnostnostjo, v sektorju finančnih storitev.

Naloga skupnega odbora ESA je razviti regulativne tehnične standarde, ki določajo informacije, ki jih je treba predložiti o glavnih škodljivih vplivih nekaterih vrst osnovnih sredstev v poslih STS³³. Čeprav bi to bilo osredotočeno na zahteve investorjev, usmerjenih v okoljske, socialne in upravljalvske naložbene produkte, EBA priporoča razširitev obsega razkritja glavnih škodljivih vplivov: (i) kratkoročno na listinjenja, ki nimajo oznake STS in so podprta z istimi vrstami sredstev kot listinjenja v okviru veljavne zahteve glede razkritja v zvezi s STS, in (ii) srednjeročno na vsa listinjenja.

Ocena Komisije

Komisija pozdravlja obsežno in dobro utemeljeno poročilo EBA kot pomemben prispevek k razvoju okvira trajnostnega listinjenja. Strinja se z EBA, da vsaj kratko- in srednjeročno ni razloga za oblikovanje namenske oznake trajnostnosti za listinjenje, zlasti ob upoštevanju nizke količine zelenih sredstev, ki so na voljo za listinjenje. Na podlagi navedenega Evropski parlament in Svet poziva, naj v okviru tekočih pogajanj o evropskem standardu za zelene obveznice upoštevata priporočilo EBA, pripravljena pa je tudi pomagati pri določanju podrobnosti listinjenja v okviru navedenega standarda.

V zvezi z razkritjem informacij, povezanih s trajnostnostjo, Komisija priznava potrebo po razvoju razkritij glavnih škodljivih vplivov in meni, da bi moralo biti področje uporabe prihodnjega regulativnega tehničnega standarda skupnega odbora čim širše.

9. Preverjanje meril za STS z uporabo storitev tretje osebe

Ozadje in ugotovitve

Z uredbo o listinjenju je bil vzpostavljen sistem za preverjanje s strani tretjih subjektov, ki izdajateljem in investorjem prostovoljno pomagajo pri ocenjevanju skladnosti posla z merili za STS. Vendar se s sodelovanjem takih preveriteljev ne odpravlja pravna odgovornost originatorjev, sponzorjev in institucionalnih investorjev, da posel listinjenja obravnavajo kot STS. Te tretje subjekte za preverjanje pooblasti ESMA, nadzoruje pa jih ustrezni pristojni nacionalni organ države članice, v kateri so registrirani. ESMA je doslej izdal dovoljenje dvema tretjima preveriteljema. Do zdaj so se pri večini poslov STS uporabljale storitve enega od dveh tretjih preveriteljev.

V poročilu skupnega odbora je bila analizirana vloga tretjih subjektov za preverjanje na trgu STS. Ugotovljeno je bilo, da so ti subjekti koristni za trg, zlasti za manj izkušene udeležence na trgu, ne nazadnje tudi pri dajanju zagotovil glede finančnih sankcij, ki se naložijo za napačne informacije v uradnem obvestilu o STS. Skupni odbor je navedel, da je bilo sodelovanje med tretjimi preveritelji in pristojnimi nacionalnimi organi do zdaj omejeno. Glede na očitno pomembnost preveriteljev za trg STS in osredotočenost na zelo malo subjektov bi to lahko povzročilo potencialne razlike med nadzorniki in preveritelji pri njihovi razlagi meril za STS. Poleg tega je bilo v poročilu skupnega odbora ugotovljeno, da še ni bil vzpostavljen noben skupni pristop k nadzoru preveriteljev STS.

Ocena Komisije

Zdi se, da ureditev za preverjanje z uporabo storitev tretje osebe deluje, kot je bilo predvideno, zato Komisija meni, da revizija določb, ki urejajo to ureditev, ni potrebna. Kot je v poročilu opozoril skupni odbor, bi moral dialog med pristojnimi nacionalnimi organi in podjetji tretjih oseb za preverjanje potekati ustrezno pogosto, da bi se izognili nedoslednim razlagam meril za STS, ki so v škodo izdajateljev in investorjev.

³³ Člen 22(6) uredbe o listinjenju.

V zvezi s konkurenco v poročilu skupnega odbora ni navedeno, da je število pooblaščenih tretjih preveriteljev majhno zaradi regulativne ovire pri vstopu na trg ali nezadostne konkurence. Komisija zato trenutno ne vidi potrebe po posredovanju.

10. Subjekti s posebnim namenom pri listinjenju (SSPE)

Ozadje in ugotovitve

SSPE so pri listinjenjih s pravo prodajo ključno orodje za upravljanje poslov in doseganje zelenih učinkov, zlasti kapitalske olajšave za banke v vlogi originatorjev: SSPE loči sredstva od originatorja in slednjega zaščiti pred tveganjem sredstev. Dejavnosti SSPE so omejene na doseganje teh ciljev. Uredba o listinjenju vsebuje celoten sklop zahtev, ki se uporabljajo za SSPE.

Komisija se je na podlagi pooblastila iz člena 46(h) med posvetovanjem pozanimala, ali bi sistem bank z omejenimi licencami za opravljanje funkcij SSPE ustvaril dodano vrednost za okvir za listinjenje.

Velika večina udeležencev posvetovanja iz sektorja in javnih organov je posvarila pred uvedbo takega sistema in opozorila na njegov morebitni vpliv na trg. Številni so poudarili, da SSPE že zdaj deluje na podlagi dovoljenja pod nadzorom ustreznega pristojnega organa, kar omogoča njihov ustrezen nadzor in ustrezno spremljanje tveganj.

Štelo se je, da sistem bank z omejenimi licencami škodi neodvisnosti SSPE kot takih, saj je sčasoma več akterjev upravljalo sklade za listinjenje v ločenem subjektu, ki pripada isti konsolidirani skupini. Namesto tega bi morala biti prednostna naloga zagotoviti neodvisnost pri nadzoru, upravljanju in poročanju poslov listinjenja v zvezi s pobudniki, sponzorji in investitorji. Udeleženci posvetovanja so ugotovili tudi, da bi sistem bank z omejenimi licencami lahko povzročil potencialna tveganja. Opozorili so, da bi to privedlo do večje koncentracije tveganj. Ta dinamika bi bila v nasprotju s samo logiko razpršitve in zmanjševanja tveganja, na kateri temelji trg listinjenja.

Ocena Komisije

Komisija meni, da sedanji okvir deluje ustrezno, saj niso bile ugotovljene nobene pomanjkljivosti ali težave, ki bi jih bilo treba obravnavati v zvezi s SSPE. Na podlagi tega ni potrebe po dopolnitvi okvira z vzpostavitev sistema bank z omejenimi licencami, ki bi opravljale funkcije SSPE ter imele izključno pravico do nakupa izpostavljenosti od originatorjev in prodaje terjatev, podprtih s kupljenimi izpostavljenostmi do investitorjev.

11. Jurisdikcijsko področje uporabe

Uredba o listinjenju je predvsem ureditev, ki temelji na dejavnostih, in ne tipična uredba o produktih. V glavnem določa obveznosti na prodajni strani (originator, prvotni kreditodajalec, sponzor in SSPE) in nakupni strani (institucionalni investitor), ki sta vključeni v listinjenje. Uredba o listinjenju ne razlikuje med listinjenji EU in listinjenji, pri katerih ima ena od strank sedež v tretji državi. Vendar se lahko zaradi dejstva, da ima ena ali več strank v poslu sedež v tretji državi, pojavijo vprašanja o tem, kako stranke v EU, ki so udeležene v poslu, v praksi izpolnjujejo zahteve ureditve EU.

Skupni odbor je v svojem mnenju ugotovil težave v zvezi z jurisdikcijskim področjem uporabe uredbe o listinjenju. Velika večina udeležencev posvetovanja je navedeno ugotovitev potrdila.

Komisija je seznanjena s sporočenimi težavami in bo v skladu z zahtevami skupnega odbora in deležnikov v naslednjih pododdelkih tega poročila zagotovila nekaj smernic za razlago v zvezi s tem vprašanjem.

11.1 Obveznosti prodajne strani

Ozadje in ugotovitve

V členih 6, 7 in 9 uredbe o listinjenju so določene nekatere temeljne obveznosti, ki jih morajo vse stranke v listinjenju upoštevati kot spoznanja, pridobljena v času velike finančne krize. Zadevne določbe ne obravnavajo, ali je stranka, za katero veljajo te obveznosti, v EU ali zunaj nje:

- člen 6 določa, da mora originator, sponzor ali prvotni kreditodajalec zadržati del tveganja posla (neto ekonomski delež v višini najmanj 5 %);
- člen 7 določa, da morajo originator, sponzor in SSPE investitorju, pristojnim organom in na zahtevo potencialnim investitorjem zagotoviti navedene informacije;
- da problematičen model „odobri in razdeli“ v prihodnosti ne bi bil več mogoč, člen 9 določa, da morajo originatorji, sponzorji in prvotni kreditodajalci za listinjene izpostavljenosti uporabljati ista zanesljiva merila za odobritev kreditov, kot se uporabljajo za nelistinjene izpostavljenosti.

Skupni odbor je v svojem mnenju izrazil zaskrbljenost, da bi se lahko subjekti na prodajni strani v poslu, ki imajo sedež v EU in zunaj nje, izognili tem temeljnim obveznostim, saj nadzorniki EU ne morejo zahtevati, da stranke s sedežem v tretjih državah odgovarjajo za kršitve teh obveznosti. Skupni odbor je zato menil, da bi bilo treba določbe razlagati tako, da:

- bi moral biti samo subjekt s sedežem v EU sposoben zadržati tveganje;
- bi morale strani za subjekt, ki poroča, imenovati enega od subjektov s sedežem v EU;
- bi moral biti subjekt s sedežem v EU odgovoren za zagotavljanje, da se za listinjene in nelistinjene izpostavljenosti uporabljajo enaka zanesljiva in natančno opredeljena merila za odobritev kreditov ter da za listinjene izpostavljenosti veljajo isti postopki kot za nelistinjene izpostavljenosti za odobritev in obnovitev kredita.

Skupni odbor je predlagal, da se te določbe ustrezno pojasnijo.

Ugotovil je tudi neskladnost med členom 5(1), točka (b), in členom 9 uredbe o listinjenju, vendar ni podal jasnega priporočila o tem, kako jo odpraviti: člen 9 določa tudi, da mora sponzor zagotoviti zanesljivo odobritev kreditov, medtem ko v zvezi z obveznostjo izvajanja ustreznega skrbnega pregleda iz člena 5(1), točka (b), sponzor ni omenjen.

Udeleženci posvetovanja so se odzvali na predloge skupnega odbora:

- udeleženci na trgu so nasprotovali omejevanju zadržanja tveganja samo na subjekte s sedežem v EU. Subjekti, ki zadržijo tveganje, bi morali biti subjekti, ki imajo dejanski in zadosten nadzor nad listinjenim portfeljem ter delež v njem; jurisdikcija ne bi smela imeti nobene vloge;
- tudi v zvezi z zahtevami glede preglednosti iz člena 7 uredbe o listinjenju je velika večina, zlasti predstavniki sektorja, nasprotovala temu, da se subjektu s sedežem v EU naloži obveznost razkritja, pri tem pa so poudarili, da najprimernejši subjekt, ki poroča, morda nima sedeža v EU. Večina nadzornikov, ki so se odzvali, je bila bolj naklonjena predlogu skupnega odbora. Vendar je treba poudariti, da se je odzvalo zelo malo nadzornikov;
- razdeljena so bila tudi mnenja o tem, ali bi moral preverjanje standardov za odobritev kreditov v skladu s členom 9 uredbe o listinjenju obvezno opraviti subjekt s sedežem v EU. Tri četrtine udeležencev posvetovanja (med katerimi jih je večina iz sektorja) je nasprotovalo temu, da bi se te odgovornosti z ustreznega subjekta prenesle na subjekt, ki ima sedež v EU.

Nazadnje je bilo na posvetovanju med udeleženci izraženo široko soglasje, da bi bilo treba odpraviti ugotovljeno neskladnost med členom 5(1), točka (b), in členom 9 uredbe o listinjenju.

Ocena Komisije

Komisija ugotavlja, da pravno besedilo ne podpira razlage členov 6, 7 in 9 uredbe o listinjenju, ki jo predlaga skupni odbor. Meni tudi, da tako ozka razlaga ni nujna za doseganje zakonodajnega namena določb členov 6, 7 in 9, tj. zagotoviti, da vsa listinjenja s sodelujočimi strankami v EU izpolnjujejo nekatere strukturne zahteve in zahteve glede kakovosti. Čeprav je gotovo najbolj zaželeno, da izvrševanje teh zahtev neposredno zagotavljajo nadzorniki EU, pa je treba opozoriti, da se ta cilj učinkovito dosega tudi v okviru obveznosti institucionalnih investitorjev glede skrbnega pregleda, ki so določene v členu 5 uredbe o listinjenju. V skladu s temi obveznostmi morajo institucionalni investitorji pred naložbo v to listinjenje preveriti, ali prodajna stran v poslu, ne glede na kraj, kjer ima sedež, izpolnjuje zadevne obveznosti iz te uredbe. Institucionalni investitorji EU ne smejo vlagati v listinjenja, če se ugotovi, da subjekti na prodajni strani ne izpolnjujejo teh obveznosti. Podrobneje:

- glavni namen zahteve glede zadržanja tveganja iz člena 6 uredbe o listinjenju je uskladitev interesov med izdajateljem in investitorjem v listinjenje. Ta določba je zato v interesu investitorja. Zato se šteje, da ozka razlaga člena 6, ki jo predlaga skupni odbor, ni potrebna, saj obveznost preverjanja iz člena 5, ki velja za investitorje, dejansko zagotavlja, da se zadržanje tveganja upošteva pri vseh listinjenjih, ki jih kupijo investitorji v EU. Če je mogoče namen določbe o zadržanju tveganja doseči na ta način, se zdi bolj izstopajoča razlaga skupnega odbora ali sprememba uredbe o listinjenju v zvezi s tem nepotrebna;
- obveznosti iz člena 7 uredbe o listinjenju so skupne obveznosti, za katere je v celoti odgovoren vsak subjekt, ne glede na to, ali je originator, sponzor ali SSPE listinjenja. Če ima torej samo eden od teh subjektov na prodajni strani sedež v EU, je pravno zavezan razkriti vse informacije, zahtevane v členu 7, tudi če to ni subjekt, ki je imenovan za izpolnjevanje zahtev glede razkritja. Ta obveznost lahko velja za subjekte na prodajni strani s sedežem v EU, tudi če ima imenovani subjekt, ki poroča, sedež zunaj EU;
- Komisija meni, da lahko obveznost iz člena 9 uredbe o listinjenju v postopku smiselno izpolni le subjekt, ki odobri kredite, ne glede na to, ali ima sedež v EU ali ne. Strinja se, da bi bilo treba v najboljšem primeru izpolnjevanje obveznosti nadzorovati in da bi morala ta obveznost veljati za subjekte v EU, ter ugotavlja, da je treba investitorje v EU seznaniti s tem, da to morda ne velja v vseh možnih razporeditvah. Investitor s sedežem v EU lahko vlaga le v posle, za katere je mogoče preveriti, ali izpolnjujejo obveznosti iz člena 9.

Komisija nazadnje opozarja na neskladnost med členom 5(1), točka (b), in členom 9 ter namerava to vprašanje rešiti pri naslednji reviziji uredbe o listinjenju. Ugotavlja, da ta neskladnost v praksi nima škodljivega učinka. Če je res, da sponzor (kot je opredeljen v uredbi o listinjenju) ne uporablja nobenih standardov za odobritev kreditov, ker ne daje kreditov za lastni račun, člen 9(1) v praksi ne more določati veljavne neposredne obveznosti za sponzorja.

11.2 Obveznosti nakupne strani – razpoložljivost razkritij

Ozadje in ugotovitve

V skladu s členom 5(1), točka (e), uredbe o listinjenju morajo institucionalni investitorji pred naložbo v listinjenje preveriti, ali se informacije, zahtevane na podlagi člena 7 iste uredbe, dajo na voljo v skladu s pogostostjo in pogoji iz navedenega člena. V zvezi z naložbami v listinjenja v tretjih državah, pri katerih nobena prodajna stran ni v EU, se pojavi vprašanje, ali so te naložbe dopustne le, če so informacije iz člena 7 zagotovljene prek predlog ESMA, v primeru javnih listinjenj pa prek repozitorija listinjenj. Pojavlja pa se tudi vprašanje, ali je treba preveriti, ali predložene informacije v

celoti ustrezajo zahtevam, določenim v regulativnem tehničnem standardu ESMA o razkritju³⁴, in zlasti, ali so podatki o posameznih kreditih na voljo za vse osnovne izpostavljenosti listinjenja. Ta razlaga člena 5(1), točka (e), bi institucionalnim investitorjem v EU preprečila naložbe v listinjenja v tretjih državah, ki teh pogojev ne izpolnjujejo. Stališča skupnega odbora in povratne informacije iz posvetovanja jasno kažejo, da udeleženci na trgu zahteve iz člena 5(1), točka (e), trenutno različno razlagajo in uporabljajo.

Skupni odbor se je v mnenju zavzel za večjo prožnost, da bi se preverjanje v primeru listinjenja v tretjih državah lahko štelo za končano, tudi če zahteve EU glede preglednosti niso izpolnjene v vseh podrobnostih. Zato je predlagal vzpostavitev „ureditve enakovrednosti v tretjih državah za zahteve glede preglednosti“ v zvezi z listinjenji v tretjih državah. To bi omogočilo preverjanje skladnosti listinjenj v tretjih državah s preglednostjo, ki se zahteva v členu 7, če ena od prodajnih strani iz tretje države zagotovi informacije o listinjenju v skladu z zahtevami svoje države, ki urejajo listinjenje, in če je ureditev preglednosti v tej državi razglašena za enakovredno pravilom EU o preglednosti.

Med posvetovanjem se je velika večina deležnikov iz sektorja pridružila pozivu k večji prožnosti. Trdili so, da pravna razlaga člena 5(1), točka (e), v skladu s katerim morajo institucionalni investitorji v listinjenjih v tretjih državah preveriti, ali so prejeli vse informacije v skladu s členom 7, navedene institucionalne investitorje v EU postavlja v podrejen konkurenčni položaj. Zelo je malo udeležencev posvetovanja podprlo zamisel o vzpostavitvi ureditve enakovrednosti, kot je v svojem mnenju predlagal skupni odbor. Nekateri drugi udeleženci posvetovanja zunaj sektorja so nasprotovali večji prožnosti pri naložbah v listinjenja v tretjih državah, vendar so priporočili splošno poenostavitev zahtev po informacijah.

Ocena Komisije

Komisija priznava, da člen 5(1), točka (e), odpira vprašanja o pravni razlagi, in je seznanjena z različnimi razlagami tega vprašanja. Vendar meni, da je zakonodajni namen obveznosti preverjanja iz člena 5(1), točka (e), uredbe o listinjenju ključnega pomena za razlago te določbe. Na podlagi izkušenj, pridobljenih med veliko finančno krizo, sta zakonodajalca EU želela zagotoviti, da bodo institucionalni investitorji v listinjenjih v prihodnosti pred vsako naložbo opravili ustrezen skrbni pregled in da bodo imeli na voljo vse potrebne informacije. V členu 7 sta sozakonodajalca določila informacije, ki jih je treba razkriti investitorjem. Razlikovanje obsega informacij, ki jih je treba zagotoviti, glede na to, ali vrednostne papirje, ki so nastali z listinjenjem, izdajo subjekti v EU ali subjekti s sedežem v tretjih državah, torej ni v skladu z zakonodajnim namenom, saj za ustrezno izvajanje potrebne skrbnosti institucionalnih investitorjev s sedežem v EU ni pomembno, ali listinjenje izvira iz EU ali zunaj nje. Zato brez spremembe pravne določbe ni primerno, da se člen 5(1), točka (e), razlaga tako, da se institucionalnim investitorjem prepusti odločitev o tem, ali so prejeli vsebinsko primerljive informacije ali ne.

Komisija se ne glede na navedeno zaveda, da sedanje besedilo člena 5(1), točka (e), v povezavi s pravili iz člena 7 (in v povezavi z ustreznimi tehničnimi standardi) dejansko izključuje institucionalne investitorje v EU iz naložb v nekatera listinjenja v tretjih državah. Razlog za to ni dejstvo, da ti posli ne bi mogli biti večinoma skladni z regulativnim okvirom EU, temveč zgolj zato, ker prodajne strani iz tretjih držav morda ne bi želele zagotavljati potrebnih informacij v skladu s postopki iz člena 7. Čeprav bi bilo morda treba to vprašanje temeljito preučiti v okviru prihodnje spremembe uredbe o listinjenju, Komisija meni, da bi predvideni ukrepi za spremembo tehničnih standardov, ki določajo

³⁴ Delegirana uredba Komisije (EU) 2020/1224 z dne 16. oktobra 2019 o dopolnitvi Uredbe (EU) 2017/2402 Evropskega parlamenta in Sveta v zvezi z regulativnimi tehničnimi standardi za določitev informacij in podrobnosti o listinjenju, ki jih morajo zagotoviti originator, sponzor in subjekt s posebnim namenom pri listinjenju (UL L 289, 3.9.2020, str. 1).

zahteve glede preglednosti iz člena 7 (glej oddelka 5 in 6), lahko prispevali k zmanjšanju podrejenega konkurenčnega položaja institucionalnih investitorjev v EU. To bo namreč olajšalo zagotavljanje zahtevanih informacij tudi prodajnim stranem iz tretjih držav.

11.3 Obveznosti nakupne strani – upravitelji alternativnih investicijskih skladov (UAIS) kot investitorji

Ozadje in ugotovitve

Skupni odbor je v svojem mnenju opozoril na potrebo po nekaterih pravnih pojasnilih glede upraviteljev alternativnih investicijskih skladov (UAIS), ki delujejo kot institucionalni investitorji v listinjenjih. Prvič, ni bilo jasno, ali bo opredelitev institucionalnega investitorja iz uredbe o listinjenju zajemala tudi UAIS iz držav zunaj EU, ki upravlja ali trži alternativne investicijske sklade (AIS) v EU, tudi če trženje v EU poteka le na podlagi prodaje zaprtemu krogu investitorjev. Drugič, ni bilo jasno, ali opredelitev institucionalnega investitorja (za katerega veljajo obsežne zahteve glede skrbnega pregleda) zajema tudi UAIS, ki upravlja AIS pod določenim pragom³⁵.

Med posvetovanjem so bila pojasnila podprta z jasno večino, vendar so si bila mnenja o tem, kako bi bilo treba pripraviti pojasnila, nasprotujoča. Tisti, ki so podprli vključitev UAIS, ki upravlja AIS pod določenim pragom, in UAIS iz tretjih držav, ki tržijo in upravlja AIS v EU, poudarjajo, da je treba zagotoviti enake konkurenčne pogoje za vse UAIS, dejavne na trgu listinjenja.

Po drugi strani pa so nekateri udeleženci posvetovanja izrazili pomisleke glede sorazmernosti vključitve UAIS, ki upravlja AIS pod določenim pragom. Udeleženci posvetovanja, ki so nasprotovali uporabi zahtev EU glede skrbnega pregleda za UAIS iz tretjih držav, ki upravlja ali tržijo sklade v EU, so poudarili, da bi uredba o listinjenju zaradi take razlage postala ekstrateritorialna. Menili so tudi, da bi to ustvarilo neupravičeno razliko med skladi in drugimi produkti, v zvezi s katerimi zahteve glede skrbnega pregleda ureja domači regulator institucionalnega investitorja. Nazadnje so številni udeleženci posvetovanja ugotovili, da na podlagi sedanjega pravnega besedila ni jasno, ali bi bila zahteva, da UAIS v državi zunaj EU uporablja pravila EU o skrbnem pregledu samo za sklade, ki se upravlja in tržijo v EU, ali pa se ta obveznost, kadar UAIS upravlja ali trži en sklad v EU, razširi na vse sklade, ki jih trži ali upravlja ta UAIS iz tretje države.

Ocena Komisije

Komisija ugotavlja, da se člen 2(12), tj. določba, ki opredeljuje institucionalne investitorje za namene uredbe o listinjenju, v točki (d) izrecno sklicuje na določbo iz direktive o upraviteljih alternativnih investicijskih skladov (UAIS), ki opredeljuje UAIS, ne da bi pri tem razlikovala med subjekti, ki upravlja AIS nad zgoraj navedenim pragom ali pod njim. Pravno besedilo zato jasno zahteva, da je treba tudi UAIS, ki upravlja AIS pod določenim pragom, obravnavati kot institucionalne investitorje v smislu uredbe o listinjenju. To razlago podpira tudi zakonodajni namen zahtev glede skrbnega pregleda iz člena 5, ki je zaščititi investitorje v EU pred izpostavljenostjo naložbam v listinjenje v prihodnosti brez predhodnega skrbnega pregleda in ustreznega razumevanja pridobljenega produkta.

Zakonodajni namen vsebuje tudi trdne argumente za razlago Komisije, v skladu s katero morajo UAIS iz tretjih držav, ki tržijo in upravlja sklade v EU, izpolnjevati zahteve glede skrbnega pregleda iz uredbe o listinjenju pri vseh svojih naložbah v listinjenje. Če bi se štel, da pravila o skrbnem pregledu za UAIS iz tretjih držav, ki tržijo sklade v EU, ne veljajo, bi to lahko ogrozilo celovito zaščito investitorjev, za katero sta si prizadevala zakonodajalca. Ta razlaga ne pomeni, da so ta pravila „ekstrateritorialna“, saj urejajo dejavnost, tj. upravljanje ali trženje sklada v EU, ki se izvaja znotraj

³⁵ UAIS, ki upravlja AIS pod določenim pragom, je mali UAIS, za katerega velja izjema *de minimis* in ki mora zato upoštevati le direktivo o UAIS (ter njeno izvedbeno zakonodajo določene države članice) v zvezi z obveznostmi registracije in poročanja, vendar ni upravičen do enotnega dovoljenja za trženje.

EU. Glede na zakonodajni namen je tudi jasno, da bi se morala široka opredelitev iz člena 2(12), točka (d), uredbe o listinjenju uporabljati le za sklade, ki jih UAIS iz tretje države trži in upravlja v EU, vendar se ne bi smelo šteti, da zajema tudi dejavnosti upravljanja in trženja istega UAIS, ki ni povezan z EU. Komisija bo preučila potrebo po spremembi besedila člena 2(12), točka (d), da bi v prihodnjem predlogu spremembe uredbe o listinjenju izrecno odpravila kakršno koli pravno negotovost.

12. Nadzor listinjenja

Ozadje in ugotovitve

Skupni odbor se je v svojem poročilu osredotočil na nadzor skrbnega pregleda, zadržanje tveganja, preglednost, zasebno listinjenje in zahteve glede STS. Čeprav je opozoril na nekatere možne težave pri nadzoru trga, ni zahteval zakonodajnih sprememb, temveč je priporočil, da se nadzornim organom zagotovijo dodatne smernice in pojasnila za zagotavljanje učinkovitega in doslednega izvajanja uredbe o listinjenju. Poleg tega je v poročilu skupnega odbora navedeno, da imajo nadzorniki težave pri dostopu do informacij o zasebnem listinjenju, saj te niso na voljo prek repozitorija listinjenj.

Udeleženci na trgu so med posvetovanjem poročali o razlikah v nadzornih pristopih držav članic in poudarili, da bi to lahko povzročilo negotovost. Navedeno je bilo, da se pristojni organi opirajo na različne razlage uredbe o listinjenju, v nadzorni postopek pa se ne vključujejo v enaki meri.

Deležniki so na splošno pozvali k doslednosti, večji usklajenosti med nadzorniki (glede na to, da se v nadzor enega posla pogosto vključi več pristojnih organov) in sorazmernemu pristopu k preprečevanju različnih praks. Poudarili so, da dodatne zahteve niso potrebne niti v okviru regulativnih tehničnih standardov, in da se namesto tega zavzemajo za nadzorne smernice skupnega odbora ESA.

Nekaj pristojnih organov je podalo razloge za imenovanje glavnega nadzornika, ki bi bil izbran med pristojnimi organi, vključenimi v listinjenje. Po njihovem mnenju bi glavni nadzornik usklajeval izmenjavo informacij med nadzorniki, zlasti kadar pri preverjanju skladnosti z različnimi zahtevami uredbe o listinjenju sodelujejo različni nadzorniki.

Ocena Komisije

Komisija priznava, da bodo pristojni organi morda potrebovali več časa za pridobitev zadostnih izkušenj, deloma zaradi poznega sprejetja nekaterih regulativnih tehničnih standardov. Vendar do zdaj niso bile sporočene nobene večje pomanjkljivosti pri nadzoru, zlasti pa ni bilo nobenih težav, ki bi zahtevale spremembe zakonodaje. Po mnenju Komisije to pomeni, da je nadzorni okvir na splošno ustrezen.

Vendar je bilo na tej stopnji opozorjeno na nekaj vprašanj, v zvezi s katerimi bi bilo koristno večje približevanje in boljše usklajevanje med nadzorniki. Komisija meni, da lahko različne nadzorne prakse in iz njih izhajajoča pravna negotovost ustvarijo neenake konkurenčne pogoje in škodujejo rasti trga listinjenja. Zagotoviti bi bilo treba smernice, da se preprečijo razlike v razlagi uredbe o listinjenju in pri vključevanju pristojnih organov v nadzorni postopek. Zlasti bi bilo treba zagotoviti bolj usklajen pristop pristojnih organov k spremljanju skladnosti zahtev glede STS. Take smernice bi lahko zagotovil skupni odbor, da bi se doseglo nadaljnje skupno razumevanje pravil, dobre prakse in nadzornih orodij za zagotovitev skupnega nadzornega pristopa na ravni EU.

Komisija se zaveda, da trg listinjenja ni enako razvit po vsej EU in da to vpliva na raven izkušenj različnih nadzornikov. Zato se strinja s priporočilom iz poročila skupnega odbora za pripravo skupnega vodnika EU po dobri praksi za nacionalne nadzornike.

Še eno pomembno in učinkovito orodje za spodbujanje približevanja so strokovni pregledi, ki bi lahko zagotovili smiselni vpogled v različne prakse pristojnih organov v zvezi z merili za STS, o katerih poročajo deležniki. Komisija zato obžaluje, da kljub obveznosti iz člena 36(7) uredbe o listinjenju v bližnji prihodnosti niso bili opravljeni ali načrtovani strokovni pregledi o izvajanju meril za STS. Postopek z vprašanji in odgovori se je izkazal za učinkovito orodje za zagotavljanje približevanja in treba bi bilo zagotoviti hitro obravnavo zastavljenih vprašanj.

Kot je v svojem poročilu v zvezi z zahtevami glede STS poudaril tudi skupni odbor, razdrobljenost nadzorne odgovornosti do določene mere ustvarja izzive pri pridobivanju strokovnega znanja in izkušenj na področju nadzora. V zvezi s tem Komisija meni, da je z dolgoročnega vidika smiselno temeljito preučiti izvedljivost imenovanja glavnega nadzornika. Pri tej oceni bi bilo treba preučiti tudi, katero bi bilo najprimernejše orodje za doseganje napredka na tem področju, na primer smernice za nadzornike ali sprememba uredbe o listinjenju.

Komisija v zvezi z domnevnimi težavami nadzornikov pri dostopu do informacij o zasebnih listinjenjih nazadnje ugotavlja, da pravna zahteva, da mora prodajna stran nadzorniku dati na voljo informacije v skladu s členom 7, ne razlikuje med zasebnimi in javnimi posli. Poleg tega meni, da uredba o listinjenju zagotavlja vsa nadzorna orodja, ki bi lahko bila potrebna za zagotavljanje izvrševanja te obveznosti.

13. Bonitetna obravnava listinjenj

Komisija mora sozakonodajalcema v skladu s členom 519(a) uredbe o kapitalskih zahtevah (CRR) predložiti poročilo o uporabi nekaterih določb v delu navedene uredbe, ki se nanaša na listinjenje, „ob upoštevanju razvoja trgov listinjenja, vključno z makrobonitetnega in ekonomskega vidika“. Temu bi moral biti po potrebi priložen zakonodajni predlog. Komisija je pri pripravi takega poročila menila, da je glede na težavne tržne razmere v zadnjih letih primerno izvesti splošno oceno uspešnosti celotnega bonitetnega okvira za listinjenje.

Poziv k predložitvi svetovalnega mnenja

Glede na navedeno so bila na posvetovanju obravnavana različna vprašanja o delovanju bonitetnega okvira EU za listinjenje. Poleg tega je Komisija skupni odbor ESA 17. oktobra 2021 pozvala k predložitvi svetovalnega mnenja, pri čemer ga je prosila, naj oceni, ali je bonitetni okvir za listinjenje izpolnil svoj predvideni cilj, tj. pomagati pri okrevanju trga listinjenja v EU ter hkrati ohraniti ustrezno raven previdnosti. Skupni odbor je bil pozvan, naj svoje mnenje predloži do 1. septembra 2022.

Komisija ocenjuje tudi ustreznost umerjanja kapitalskih zahtev za naložbe zavarovalnic in pozavarovalnic v tranše listinjenja. Navedena vprašanja so bila prav tako del zgoraj navedenega posvetovanja in poziva k predložitvi svetovalnega mnenja skupnemu odboru ESA.

Komisija bo počakala na mnenje in priporočila skupnega odbora. Ob upoštevanju mnenja in povratnih informacij, prejetih med posvetovanjem, bo ocenila ustreznost in primernost morebitnih sprememb bonitetnega okvira za listinjenje.

Prenos pomembnega deleža tveganja (SRT)

Eden od glavnih ciljev, ki je podlaga za listinjenje z vidika originatorja, je doseči kapitalsko olajšavo v zvezi s portfeljem listinjenih sredstev v primerjavi z višino regulativnega kapitala, ki ga mora imeti originator v zvezi z istim portfeljem pred izvedbo listinjenja.

Za doseganje kapitalske olajšave veljajo različni kvantitativni in kvalitativni pogoji iz členov 244 in 245 CRR (v nadaljnjem besedilu: okvir SRT), ki zagotavljajo, da originator ne prevzame velikega tveganja podkapitalizacije v zvezi s portfeljem listinjenih sredstev. V skladu s tem morajo pristojni

organi oceniti, ali listinjenja, za katera originatorji želijo zahtevati kapitalsko olajšavo, izpolnjujejo pogoje za SRT iz navedenih členov.

Okvir SRT je zato bistven za zagotavljanje varnosti in stabilnosti bančnih originatorjev ter spodbujanje splošnega zaupanja v trg.

EBA je v svojem poročilu z dne 23. novembra 2020³⁶ Komisiji predložil več priporočil o uskladitvi praks in postopkov ocenjevanja SRT. Nazadnje je vključil tudi priporočila za poenostavitev in izboljšanje testov SRT iz členov 245 in 246 CRR.

Sektor je poudaril, da okvir SRT povzroča več ovir za nemoteno in učinkovito delovanje trga listinjenja, zato se zavzema za njegovo preglednejšo, doslednejšo in učinkovitejšo uporabo. Komisija je med posvetovanjem zbrala povratne informacije sektorja o izbranih vidikih poročila EBA o SRT.

Ob upoštevanju priporočil EBA in povratnih informacij sektorja trenutno preučuje, ali je uporaba pooblastila iz člena 244(6) in člena 245(6) uredbe o kapitalskih zahtevah koristna in praktična za okrepitev uskladitve okvira SRT, da bi postal učinkovitejši, preglednejši in doslednejši.

14. Sklepna ugotovitev

Novi okvir EU za listinjenje se je začel uporabljati šele leta 2019, nekateri novi elementi pa so bili dodani šele aprila 2021. Okvir se še vedno ne izvaja v celoti, nekaj regulativnih tehničnih standardov pa je še v pripravi. Kot na primer kažejo vprašanja o jurisdikcijskem področju uporabe, tudi udeleženci na trgu in nadzorniki še vedno izvajajo prenos pravnih določb v prakso.

Komisija zato meni, da je za celovit vpogled v vpliv novega okvira za listinjenje potrebno več časa. To velja še toliko bolj, saj so lahko imeli izredni zunanji dejavniki, kot sta pandemija COVID-19 in spodbujevalna denarna politika centralnih bank, v tem obdobju bistveno vlogo pri tem, kako se je trg listinjenja v EU razvijal od začetka uporabe novega okvira.

Glede na navedeno je ta zakonsko predpisani pregled dobra priložnost za predhodno oceno stanja in odločanje o tem, ali obstajajo področja, na katerih je potrebno takojšnje ukrepanje. Komisija ob upoštevanju vseh prejetih prispevkov meni, da uredba o listinjenju znatno prispeva k doseganju osrednjega cilja zakonodaje iz leta 2017, tj. vzpostavitve trga listinjenja v EU, ki pomaga financirati gospodarstvo brez tveganj za finančno stabilnost. Nova oznaka STS je eden od gradnikov v tem smislu in pomaga odpraviti slab sloves, ki se jo trgom listinjenja v EU pripisoval vse od velike finančne krize. Na splošno se zdi, da trg deluje razmeroma dobro, tudi če pričakovanja za zelo dinamičen trg z naraščajočimi količinami in vse večjim številom udeležencev morda še niso izpolnjena.

Vendar so se pri tem prvem uradnem pregledu stanja novega okvira za listinjenje pojavila tudi številna vprašanja v zvezi z novim okvirom, ki naj bi imel pomembno vlogo pri tem, zakaj trg listinjenja v EU do zdaj ni zrasel v tej meri, kot so upali pobudniki novega okvira.

Komisija je v zvezi z bonitetno obravnavo listinjenja, za katero številni deležniki iz sektorja menijo, da je bolj zadržana kot pri primerljivih produktih s podobnim profilom tveganja, skupni odbor ESA pozvala k predložitvi svetovalnega mnenja glede podrobnejše analize razmer. Ko bo prejela odgovor, bo ocenila, ali obstajajo razlogi za prilagoditve.

³⁶ „Report on the harmonisation of the SRT practices and processes for the purposes of the Delegated Act referred to in Articles 244(6) and 245(6) of the CRR“ (Poročilo o uskladitvi praks in postopkov na področju SRT za namene delegiranega akta iz člena 244(6) in člena 245(6) uredbe o kapitalskih zahtevah), <https://www.eba.europa.eu/eba-calls-european-commission-harmonise-significant-risk-transfer-assessment-securitisation>.

Pomisleki v zvezi z drugim delom novega okvira, tj. uredbo o listinjenju, so osredotočeni predvsem na trditev udeležencev na trgu, da so za izpolnjevanje sedanjih obveznosti glede preglednosti potrebni številni viri in da to ne ustvarja velike dodane vrednosti za investitorja, zlasti v primeru zasebnih poslov. Komisija na splošno potrjuje, da so možne izboljšave, vendar meni, da bi bilo mogoče zaradi pomanjkljivosti, ki so bile ugotovljene pri pregledu, izboljšave izvesti brez spremembe uredbe o listinjenju. Na podlagi tega ESMA poziva, naj ponovno preuči regulativne in izvedbene tehnične standarde, ki določajo podrobnosti ureditve preglednosti.

V zvezi z okvirom za zeleno listinjenje se v okviru zakonskih pooblastil ob pravem času poudarja vprašanje, kako je mogoče listinjenje izkoristiti za podporo financiranju prehoda na trajnostno gospodarstvo EU, hkrati pa preprečiti tveganje zelenega zavajanja. Komisija se strinja s poročilom EBA, da v kratko- in srednjeročnem obdobju ni potrebe po ločeni oznaki za zeleno listinjenje, in sozakonodajalca poziva, naj to vprašanje ustrezno obravnavata v tekočih pogajanjih o določitvi evropskega standarda za zelene obveznice. Po njenem mnenju zagotavljanje možnosti za trg listinjenja, da ima vlogo pri zelenem prehodu, ni bistveno le za nadaljnje povečanje koristi listinjenja za družbo, temveč je potrebno tudi za podporo prihodnjemu razvoju samega trga listinjenja v EU.

Komisija ostaja v celoti zavezana cilju vzpostavitve okvira za uspešen in stabilen trg listinjenja v EU. Tak trg je nepogrešljiv gradnik prave unije kapitalskih trgov in bi lahko postal še pomembnejši za reševanje izzivov financiranja gospodarske dejavnosti v bistveno težjem tržnem okolju, za katerega se zdi, da se razvija v teh časih. Zato bo še naprej pozorno spremljala trg listinjenja in posredovala, če in ko bo to potrebno, da bi v celoti izkoristila prednosti uspešnega trga listinjenja za EU.