EUROPOS
KOMISIJA

Briuselis, 2022 10 10
COM(2022) 517 final

# KOMISIJOS ATASKAITA EUROPOS PARLAMENTUI IR TARYBAI

## dėl Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamento taikymo

# KOMISIJOS ATASKAITA EUROPOS PARLAMENTUI IR TARYBAI

## dėl Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamento taikymo

## Turinys


1. Įvadas ..... 2
2. Rinkos pokyčiai ..... 4
3. Reglamento poveikis ..... 5
4. Rizikos išlaikymas ..... 8
5. Išsamus patikrinimas ir skaidrumas ..... 9
6. Privatus pakeitimas vertybiniais popieriais ..... 11
   6.1. Ar privataus pakeitimo vertybiniais popieriais atvejų neproporcingai daugėja? ..... 11
   6.2. Ar investuotojams ir priežiūros institucijoms pakanka informacijos apie privatų pakeitimą vertybiniais popieriais? ..... 12
   6.3. Privataus pakeitimo vertybiniais popieriais apibrėžtis ..... 13
7. Lygiavertiškumas PSS pakeitimui vertybiniais popieriais ..... 14
8. Tvarus pakeitimas vertybiniais popieriais ..... 14
9. Trečiosios šalies atliekamas PSS kriterijų tikrinimas ..... 18
10. Specialios paskirties pakeitimo vertybiniais popieriais subjektai (SPPVPS) ..... 18
11. Jurisdikcinė taikymo sritis ..... 19
    11.1. Parduodančiųjų šalių prievolės ..... 19
    11.2. Perkančiųjų šalių prievolės. Atskleidžiamos informacijos prieinamumas ..... 21
    11.3. Perkančiųjų šalių prievolės. AIFV investuotojai ..... 23
12. Pakeitimo vertybiniais popieriais priežiūra ..... 24
13. Pakeitimo vertybiniais popieriais prudencinė tvarka ..... 25
14. Išvada ..... 27

# 1. Įvadas

Pakeitimas vertybiniais popieriais – tai procesas, kurio metu nepakeičiamos paskolos arba dėl jų susidarantys pinigų srautai paverčiami apyvartiniais vertybiniais popieriais. Taigi, ši priemonė reikšmingai prisideda prie gerai veikiančios finansų sistemos, efektyviai finansuojančios realiąją ekonomiką, nes ja atlaisvinami bankų balansiniai pajėgumai teikti naujus kreditus įmonėms, įskaitant mažąsias ir vidutines įmones. Tai svarbi bankų kapitalo, likvidumo ir rizikos valdymo priemonė. Be to, pakeitimu vertybiniais popieriais atveriamos naujos turto klasės investuotojams, taigi ilgalaikiams investuotojams suteikiama įvairesnių investavimo galimybių.

Vis dėlto, praėjus 15 metų nuo didžiosios finansų krizės, pakeitimas vertybiniais popieriais tebėra nuo to laiko stigmatizuojamas kaip sudėtinga finansų inžinerijos priemonė. Gerai žinoma, kad negriežtai reglamentuotas pakeitimas vertybiniais popieriais reikšmingai prisidėjo prie JAV rizikingų hipotekos paskolų rinkos krizės, kuri sparčiai apėmė viso pasaulio finansų sistemą ir turėjo plataus masto padarinių mokesčių mokėtojams ir įmonėms ES ir kitur.

Europos pakeitimo vertybiniais popieriais rinkose nebuvo tų pačių problemų kaip atitinkamose JAV rinkose[1]. Nepaisant to, emisija ir investavimas ES rinkose drastiškai sumažėjo. Po didžiosios finansų krizės centriniai bankai[2] ir daugelis suinteresuotųjų subjektų sutarė, kad reikia atgaivinti ES pakeitimo vertybiniais popieriais rinką. Taigi, Europos Komisija įsipareigojo siekti tikslo saugiai ir tvariai atgaivinti pakeitimo vertybiniais popieriais rinką ES. 2014 m. Investicijų plane Europai Komisija nurodė klestinčios aukštos kokybės pakeitimo vertybiniais popieriais rinkos kūrimą kaip vieną iš penkių sričių, kuriose reikia imtis neatidėliotinų veiksmų, ir įtraukė šį veiksmą į kapitalo rinkų sąjungos kūrimo elementų sąrašą[3].

Laikydamasi šių politikos įsipareigojimų Komisija 2015 m. pasiūlė visapusišką teisinę sistemą, susidedančią iš naujo Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamento ir tikslinių pakeitimui vertybiniais popieriais taikomos prudencinės tvarkos pakeitimų.

Teisėkūros institucijų – Europos Parlamento ir Tarybos – derybos užbaigtos 2017 m. Reglamentas (ES) 2017/2402[4] (Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamentas) ir Reglamentas (ES) 2017/2401, kuriuo iš dalies keičiamas Reglamentas (ES) Nr. 575/2013 dėl prudencinių reikalavimų kredito įstaigoms ir investicinėms įmonėms, pradėti taikyti 2019 m. sausio 1 d.

Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamentas grindžiamas tam tikromis dar iki jo galiojusiomis nuostatomis, kurios buvo iš dalies pakeistos reaguojant į krizę. Tačiau šios nuostatos buvo išdėstytos daugelyje skirtingiems rinkos subjektams taikomų sektorinių teisės aktų, įskaitant: i) Kapitalo

[1] Žr. Komisijos tarnybų darbinį dokumentą, kuriame pateiktas poveikio vertinimas, pridedamas prie pasiūlymo dėl Europos Parlamento ir Tarybos reglamento, kuriuo nustatomos bendros pakeitimo vertybiniais popieriais taisyklės ir sukuriama paprasto ir skaidraus pakeitimo vertybiniais popieriais Europos sistema ir iš dalies keičiamos direktyvos 2009/65/EB, 2009/138/EB, 2011/61/ES bei reglamentai (EB) Nr. 1060/2009 ir (ES) Nr. 648/2012, ir pasiūlymo dėl Europos Parlamento ir Tarybos reglamento, kuriuo iš dalies keičiamas Reglamentas (ES) Nr. 575/2013 dėl prudencinių reikalavimų kredito įstaigoms ir investicinėms įmonėms, 2015 m. rugsėjo 30 d. (SWD(2015) 185 *final*).

[2] Poreikis turėti geriau veikiančią pakeitimo vertybiniais popieriais rinką Europos Sąjungoje: diskusijoms skirtas dokumentas, Anglijos bankas ir Europos Centrinis Bankas, https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb-boe_case_better_functioning_securitisation_marketen.pdf.

[3] Kapitalo rinkų sąjungos kūrimo veiksmų planas, 2015 9 20 (COM(2015) 0468 *final*). https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/?uri=CELEX%3A52015DC0468

[4] 2017 m. gruodžio 12 d. Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas (ES) 2017/2402, kuriuo nustatoma bendroji pakeitimo vertybiniais popieriais sistema ir sukuriama specialioji paprasto, skaidraus ir standartizuoto pakeitimo vertybiniais popieriais sistema, ir iš dalies keičiamos direktyvos 2009/65/EB, 2009/138/EB ir 2011/61/ES bei reglamentai (EB) Nr. 1060/2009 ir (ES) Nr. 648/2012.

reikalavimų reglamentą (KRR), taikomą bankams[5]; ii) Direktyvą „Mokumas II“[6] draudikams; iii) Kolektyvinio investavimo į perleidžiamuosius vertybinius popierius subjektų (KIPVPS)[7] ir Alternatyvaus investavimo fondų valdytojų (AIFV)[8] direktyvas turto valdytojams. Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamentu sukuriama viena bendra ir suderinta teisinė sistema pagrindinėms pakeitimo vertybiniais popieriais sandorio šalims. Tai pirminiai skolintojai, iniciatoriai, rėmėjai, specialios paskirties pakeitimo vertybiniais popieriais subjektai ir instituciniai investuotojai, dalyvaujantys ES pakeitimo vertybiniais popieriais rinkoje. Be to, siekiant didinti skaidrumą rinkoje ir mažinti jos sudėtingumą, Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamentu sukuriama specialioji paprasto, skaidraus ir standartizuoto (toliau – PSS) tikro pardavimo pakeitimo vertybiniais popieriais[9] sistema.

Gerai veikiančios pakeitimo vertybiniais popieriais rinkos svarba siekiant kreditų pakankamumo realiajai ekonomikai dar kartą pabrėžta Kapitalo rinkų gaivinimo dokumentų rinkinyje[10], skirtame padėti ES ekonomikai atsigauti po COVID-19 pandemijos. Į tą dokumentų rinkinį įtraukti Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamento pakeitimai siekiant išplėsti PSS režimo taikymo sritį, kad jis apimtų ir balansinį sintetinį pakeitimą vertybiniais popieriais[11], ir pašalinti tam tikras su reguliavimu susijusias kliūtis neveiksnių pozicijų pakeitimui vertybiniais popieriais. Europos Parlamentas ir Taryba priėmė šiuos pakeitimus 2021 m. kovo mėn.

Nuo naujosios pakeitimo vertybiniais popieriais sistemos taikymo pradžios praėjus daugiau kaip trejiems metams, šioje ataskaitoje apžvelgiama rinkos raida ir apsvarstomi svarbūs teisinės sistemos aspektai, kaip buvo pranešta 2020 m. Kapitalo rinkų sąjungos kūrimo veiksmų plane[12]. Ši ataskaita skelbiama vykdant Komisijos teisinius įgaliojimus pagal Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamento 46 straipsnį pateikti Europos Parlamentui ir Tarybai ataskaitą dėl Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamento taikymo, prireikus kartu su pasiūlymu dėl teisėkūros procedūra priimamo akto. Ja taip pat vykdomi teisiniai įgaliojimai pagal 45a straipsnio 3 dalį pateikti teisėkūros institucijoms specialios tvaraus pakeitimo vertybiniais popieriais sistemos sukūrimo ataskaitą remiantis atitinkama Europos bankininkystės institucijos (EBI) ataskaita. Be to, šioje ataskaitoje nagrinėjami 2021 m. kovo 25 d. Europos priežiūros institucijų nuomonėje Europos Komisijai dėl jurisdikcinės taikymo srities[13] (toliau – Jungtinio komiteto nuomonė) iškelti klausimai, pateikiant teisinį tam tikrų Pakeitimo

[5] 2013 m. birželio 26 d. Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas (ES) Nr. 575/2013 dėl riziką ribojančių reikalavimų kredito įstaigoms ir investicinėms įmonėms, kuriuo iš dalies keičiamas Reglamentas (ES) Nr. 648/2012 (*OL L 176, 2013 6 27, p. 1*).

[6] 2009 m. lapkričio 25 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2009/138/EB dėl draudimo ir perdraudimo veiklos pradėjimo ir jos vykdymo (Mokumas II) (*OL L 335, 2009 12 17, p. 1*).

[7] 2009 m. liepos 13 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2009/65/EB dėl įstatymų ir kitų teisės aktų, susijusių su kolektyvinio investavimo į perleidžiamus vertybinius popierius subjektais (KIPVPS), derinimo (*OL L 302, 2009 11 17, p. 32*).

[8] 2011 m. birželio 8 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2011/61/ES dėl alternatyvaus investavimo fondų valdytojų, kuria iš dalies keičiami direktyvos 2003/41/EB ir 2009/65/EB bei reglamentai (EB) Nr. 1060/2009 ir (ES) Nr. 1095/2010 (*OL L 174, 2011 7 1, p. 1*).

[9] Tikro pardavimo pakeitimas vertybiniais popieriais apima vertybiniais popieriais pakeičiamose pozicijose turimų ekonominių interesų perleidimą, kai tų pozicijų nuosavybės teisė perleidžiama specialios paskirties subjektui.

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

[11] Kitaip nei tikro pardavimo pakeitimo vertybiniais popieriais atveju, atliekant sintetinį pakeitimą vertybiniais popieriais pagrindinė su paskolų grupe susijusi kredito rizika perleidžiama naudojant kredito išvestines finansines priemones arba garantijas, o vertybiniais popieriais pakeičiamos pozicijos lieka iniciatoriaus pozicijomis.

[12] Veiksmų plano 6 veiksmas: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/?uri=COM:2020:590:FIN.

[13] Europos priežiūros institucijų nuomonė Europos Komisijai dėl Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamento jurisdikcinės taikymo srities, 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.

vertybiniais popieriais reglamento nuostatų aiškinimą. Joje taip pat atsižvelgiama į 2019 m. Komisijos sukurto Kapitalo rinkų sąjungos aukšto lygio forumo pateiktas rekomendacijas[14].

Ataskaitoje remiamasi keliais šaltiniais, visų pirma Europos priežiūros institucijų jungtinio komiteto pakeitimo vertybiniais popieriais pakomitečio atlikta išsamia analize, paskelbta dviejuose dokumentuose: i) Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamento įgyvendinimo ir taikymo ataskaitoje[15] (2021 m. gegužės 17 d., toliau – Jungtinio komiteto ataskaita) ir ii) minėtoje Jungtinio komiteto nuomonėje. Be to, Komisija surengė tikslines viešas konsultacijas ir jų metu gauti 56 atsakymai (toliau – konsultacijos). Jos sulaukė įvairių tiek perkančiųjų, tiek parduodančiųjų rinkos dalyvių, taip pat valdžios institucijų ir akademinės bendruomenės dėmesio. Prie šios ataskaitos pridedama atsiliepimų apžvalga[16], kurioje pateikta išsami gautų atsakymų santrauka.

Pagal teisinius įgaliojimus šioje ataskaitoje dėmesys skiriamas su Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamentu susijusiems pakeitimo vertybiniais popieriais sistemos aspektams. Šiuo metu Europos priežiūros institucijų jungtiniam komitetui yra pateiktas kvietimas pateikti rekomendacijų[17] su pakeitimo vertybiniais popieriais prudencine tvarka, skirta bankams ir draudimo bendrovėms, susijusiais klausimais, ir Komisija įvertins tuos dalykus, kai gaus prašomas rekomendacijas. Ši ataskaita ir jos išvados niekaip iš anksto nelemia to vertinimo ir galimų būsimų Komisijos sprendimų dėl dabartinės prudencinės tvarkos tinkamumo.

Ataskaitoje dėmesys skiriamas tam, kaip taikoma: i) rizikos išlaikymo reikalavimas; ii) išsamaus patikrinimo ir skaidrumo reikalavimai; iii) privataus pakeitimo vertybiniais popieriais taisyklės ir apibrėžtis; iv) argumentai dėl PSS kriterijams lygiaverčio režimo; v) tvaraus pakeitimo vertybiniais popieriais sistema; vi) trečiosios šalies atliekamo atitikties PSS kriterijams tikrinimo funkcija; vii) argumentai dėl ribotą licenciją turinčių bankų sistemos, kuria būtų pakeista dabartinė specialios paskirties pakeitimo vertybiniais popieriais subjektų (SPPVPS) veikimu pagrįsta tikro pardavimo pakeitimo vertybiniais popieriais struktūra, sukūrimo. Ataskaitoje taip pat nagrinėjami Jungtinio komiteto nuomonėje iškelti su Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamento jurisdikcine taikymo sritimi susiję klausimai ir dėl to pateikiami teisiniai aiškinimai. Remiantis Jungtinio komiteto ataskaita, šiame dokumente įvertinama dabartinė priežiūros padėtis ir galiausiai apžvelgiamas dabartinis ir būsimas su pakeitimo vertybiniais popieriais prudencine tvarka susijęs darbas.

# 2. Rinkos pokyčiai

Šiuo metu sunku gauti patikimą ir visapusišką ES pakeitimo vertybiniais popieriais rinkos dydžio įvertinimą. Pakeitimo vertybiniais popieriais duomenų saugyklos ilgainiui galės pateikti išsamią viešo pakeitimo vertybiniais popieriais sandorių apžvalgą, tačiau šiuo metu tebėra daug aktyvių iš anksčiau likusių, t. y. iki 2019 m. sausio 1 d. sudarytų sandorių, apie kuriuos informacijos nereikia pateikti duomenų saugykloms. Pakeitimo vertybiniais popieriais sandorių, apie kuriuos informacija pateikta pakeitimo vertybiniais popieriais duomenų saugykloms, apimtis 2022 m. balandžio 6 d. buvo apie 460 mlrd. EUR, o rinkos įverčiai dėl pakeitimo vertybiniais popieriais rinkos dydžio euro zonoje (neįskaitant užstatu užtikrintų paskolų įsipareigojimų) 2021 m. pabaigoje buvo beveik

[14] Kapitalo rinkų sąjungos aukšto lygio forumo galutinė ataskaita „Nauja Europos kapitalo rinkų vizija“, https://ec.europa.eu/info/files/200610-cmu-high-level-forum-final-report_en.

[15] Jungtinio komiteto ataskaita dėl Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamento įgyvendinimo ir taikymo, 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

750 mlrd. EUR. Be to, oficialios informacijos apie tikslų privataus pakeitimo vertybiniais popieriais rinkos dydį šiuo metu neturima dėl to, kad informacija apie tokius sandorius pakeitimo vertybiniais popieriais duomenų saugykloms šiuo metu teikiama tik savanoriškai, o priežiūros institucijos iki šiol tokių duomenų sistemingai nerinko. Atlikus Europos lyginamąją analizę dėl privataus pakeitimo vertybiniais popieriais[18] įvertinta, kad bendras rinkos dydis yra bent 189 mlrd. EUR (visi įsipareigojimai), tačiau šis įvertis apima ir sandorius Jungtinėje Karalystėje.

Rinkos įverčiai rodo, kad kelerius metus mažėjusi[19] pakeitimo vertybiniais popieriais sandorių neapmokėta suma ES yra stabili nuo tada, kai 2019 m. pradėtas taikyti Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamentas. Ta suma sumažėjo 11,9 proc. nuo 2015 m. iki 2021 m. pabaigos, taigi pokytis buvo panašus kaip ir Jungtinės Karalystės rinkoje; kita vertus, JAV pakeitimo vertybiniais popieriais rinka per šį laikotarpį labai išaugo[20]. Vyraujanti pakeitimo vertybiniais popieriais priemonių rūšis yra būsto hipoteka užtikrinti vertybiniai popieriai, 2021 m. pabaigoje sudarę beveik 60 proc. ES rinkos; po jų dažniausias yra pakeitimas vertybiniais popieriais, užtikrinamas paskolomis MVĮ, vartojimo kreditais ir paskolomis automobiliams.

Alternatyvus duomenų šaltinis yra konsoliduotų, iš dalies konsoliduotų ir individualių kapitalo reikalavimų bendros ataskaitos (COREP), apimančios tikro pardavimo pakeitimo vertybiniais popieriais sandorius, sintetinio pakeitimo vertybiniais popieriais sandorius ir turtu užtikrintus komercinius vekselius, turimus arba inicijuotus bankų. Šis šaltinis naudingas tuo, kad apima privačius sandorius, nors ir su išlyga – neįtraukiami sandoriai be dalyvaujančio banko. Šio šaltinio duomenimis, neapmokėta sandorių suma padidėjo nuo 1 080 mln. EUR 2018 m. iki 1 300 mln. EUR 2021 m. ir iš to galima spręsti, kad nuo Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamento taikymo pradžios pakeitimo vertybiniais popieriais veiklos, vykdomos tarp bankų, apimtis padidėjo.

# 3. Reglamento poveikis

## Pagrindinė informacija ir nustatyti faktai

### *Poveikis ES pakeitimo vertybiniais popieriais rinkos veikimui*

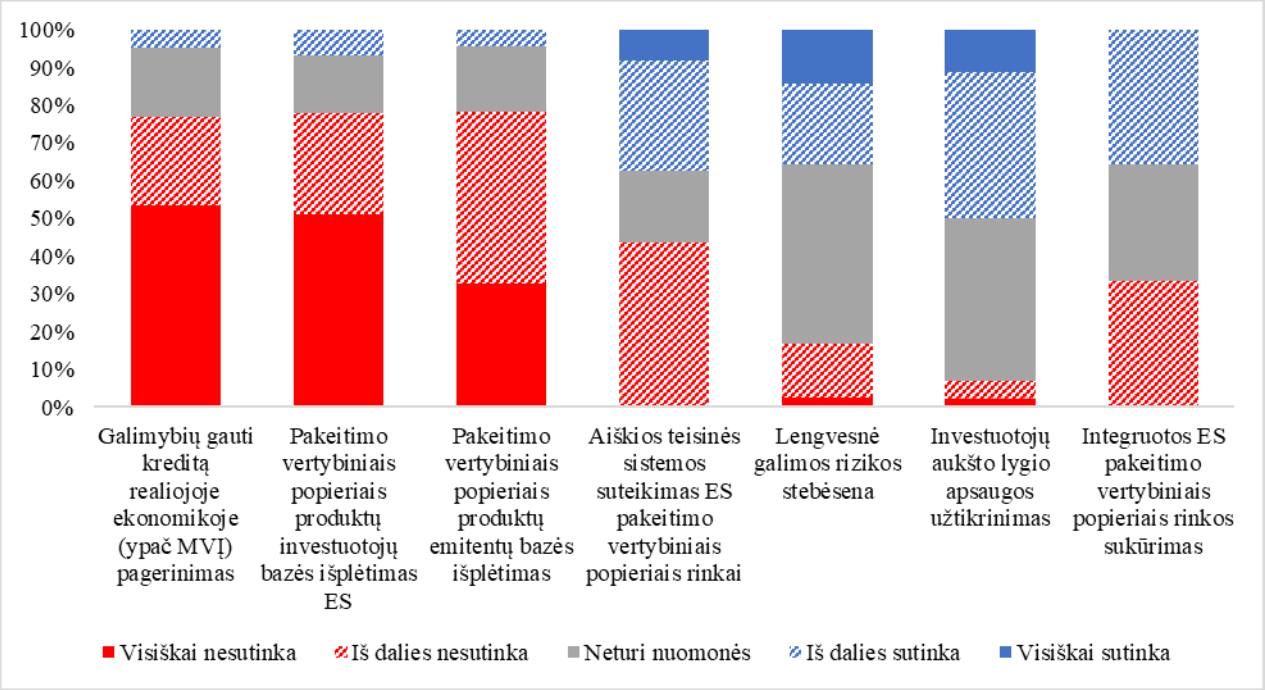
Dauguma konsultacijose dalyvavusių respondentų apskritai pritarė esamai teisinei sistemai. Be to, respondentai manė, kad Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamentas taikytas dar gana trumpą laiką ir dėl šios priežasties, kartu su tokiais išorės veiksniais kaip COVID-19 pandemija ir likvidumo padidinimas pinigų politikos priemonėmis, jo poveikį visapusiškai įvertinti sunku.

[18] Europos lyginamoji analizė (*European Benchmarking Exercise*, EBE) dėl privataus pakeitimo vertybiniais popieriais, 2021 m. gruodžio 1 d., https://www.afme.eu/publications/reports/details/European-Benchmarking-Exercise-EBE-for-Private-Securitisations.

[19] Duomenys neapima užstatu užtikrintų paskolų įsipareigojimų. Šaltinis – AFME 2021 m. IV ketv. ir visų 2021 metų pakeitimo vertybiniais popieriais duomenų ataskaita, 2022 m. kovo 15 d.

[20] Atliekant palyginimą su Jungtinių Valstijų pakeitimo vertybiniais popieriais rinka derėtų atsižvelgti į kitokią jos struktūrą (joje daugiausia veikia valstybės remiami subjektai, kuriems tenka didžioji dauguma pakeitimo vertybiniais popieriais emisijų JAV) ir į apskaitos bei prudencinių taisyklių skirtumus.

**1 paveikslas**. Atsakymų į 1 klausimą „Ar Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamentu sėkmingai siekiama šių tikslų?“ santrauka




Pasak respondentų, naujosios teisinės sistemos veiksmingumas yra didžiausias siekiant politikos tikslo pasinaudojant rizikos išlaikymu ir informacijos prieinamumu **užtikrinti investuotojų aukšto lygio apsaugą**. Kai kurie respondentai suabejojo reikalavimų laikymosi išlaidų proporcingumu. Apskritai pripažinta, kad priimtas reglamentas palengvino tolesnę **integraciją**, tačiau ES pakeitimo vertybiniais popieriais rinka tebesivysto. Vis dėlto respondentai nurodė, kad rinka tebėra susiskaidžiusi tarp valstybių narių ir atrodo, kad tai mažina potencialią masto ekonomiją, kurią būtų galima pasiekti. Be to, respondentai pabrėžė, kad ES pakeitimo vertybiniais popieriais rinkos tolesnė integracija priklauso ir nuo kitų veiksnių nei Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamentas, kaip antai nuo pinigų politikos, priežiūros infrastruktūros ir platesnio Kapitalo rinkų sąjungos kūrimo veiksmų plano įgyvendinimo pažangos. Dauguma respondentų sutiko, kad Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamentu suteikta **aiški teisinė sistema**, tačiau pabrėžė, kad tam tikras jos dalis būtų galima patobulinti, ir pripažino, kad Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamentu palengvinta **galimos rizikos stebėsena** (nors privataus pakeitimo vertybiniais popieriais atveju nebūtinai taip yra).

Dauguma sektoriaus respondentų nemanė, kad pakeitimas vertybiniais popieriais pagerino **galimybes gauti kreditą realiojoje ekonomikoje**, taip pat MVĮ. Be to, sektoriaus respondentai nepastebėjo, kad per kelerius pirmuosius Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamento įgyvendinimo metus būtų **išplėsta investuotojų ar emitentų bazė**. Priešingai, respondentai teigė, kad kai kuriuose pagrindiniuose (kaip antai draudimo bendrovių) sektoriuose investuotojų sumažėjo.

Apskritai respondentai manė, kad Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamentas iki šiol dar nedavė apčiuopiamos naudos realiajai ekonomikai ir skolinimui MVĮ. Taip yra visų pirma todėl, kad rinkos apimtis (ypač paskolų MVĮ) nepadidėjo nuo tada, kai priimtas Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamentas.

### *PSS nuorodos poveikis*

2022 m. kovo mėn. pabaigoje Europos vertybinių popierių ir rinkų institucijai (toliau – ESMA) jau buvo pranešta apie 620 tradicinio ir 19 balansinio[21] paprasto, skaidraus ir standartizuoto (PSS) pakeitimo vertybiniais popieriais atvejų. Dažniausia PSS pakeitimui vertybiniais popieriais naudojamo pagrindinio turto rūšis yra gautinos prekybos sumos, paprastai pagal turtu užtikrintų komercinių vekselių sandorius; po jų – paskolos automobiliams ar automobilių išperkamosios nuomos sutartys ir būsto hipoteka užtikrinti vertybiniai popieriai. Jungtinio komiteto ataskaitoje nurodyta, kad pagrindinė nauda, kurią rinkos dalyviai sieja su PSS nuoroda, yra su ja susijusi lengvatinė reguliavimo tvarka. Dėl to bankams ir draudimo bendrovėms taikomi mažesni kapitalo reikalavimai pozicijoms, apie kurias pranešta kaip apie PSS, palyginti su ne PSS pakeitimu vertybiniais popieriais (žr. 2 paveikslą).

**2 paveikslas. Pagrindinė su PSS nuoroda susijusi nauda ir sunkumai**

| **PSS nauda** | **Santykinis balas** | **Su PSS susiję sunkumai** | **Santykinis balas** |
|---|---|---|---|
| Kapitalo vertinimas | 4,2 | PSS kriterijų sudėtingumas | 3,9 |
| Platesnė investuotojų bazė | 3,4 | Kriterijų ribojamasis pobūdis | 3,7 |
| Įkainojimas | 3,3 | Teisinės sankcijos | 3,7 |
| Standartizavimas | 3,1 | Reikalavimų laikymosi išlaidos | 3,6 |
| Skaidrumas | 3,0 | Nepakankamas kriterijų aiškumas | 3,5 |

Šaltinis – Jungtinio komiteto ataskaita.
Santykinis balas nuo 0 (nereikšminga) iki 5 (labai reikšminga).

## Komisijos vertinimas

Komisija pripažįsta, kad dėl bendros padėties rinkoje gavo iš sektoriaus atsiliepimų, iš kurių matyti, kad pakeitimo vertybiniais popieriais emisija tebėra vangi. Tačiau kadangi nėra visapusiško, visus rinkos segmentus apimančio duomenų šaltinio, neįmanoma patikimai nustatyti padėties visoje rinkoje. Dėl to priežiūros institucijos raginamos dėti daugiau pastangų, kad būtų įgyta daugiau žinių, visų pirma, apie privataus pakeitimo vertybiniais popieriais rinkos dydį. Be to, šiame etape neaišku, kiek rinkos pokyčius galima sieti su reglamentavimo sistemos poveikiu, o kiek lemiamą poveikį turėjo išorės veiksniai.

Nepaisant gana nepalankių makroekonominės aplinkos sąlygų, Komisija nerado ir negavo informacijos apie atvejus, kai būtų kilęs didelis susirūpinimas dėl ES pakeitimo vertybiniais popieriais kredito kokybės, todėl ES pakeitimo vertybiniais popieriais rinkos padėtis atrodo tvirta.

Komisija pažymi, kad PSS nuoroda yra naudojama ir plačiai pripažįstama rinkoje. Ji atitinka numatytą paskirtį padėti investuotojams nustatyti kokybiškas struktūras ir padeda pašalinti su pakeitimu vertybiniais popieriais siejamą stigmatizavimą. Komisija ir Europos priežiūros institucijos toliau stebės rinką, o prireikus suteiks rinkos dalyviams gairių ir daugiau aiškumo dėl PSS kriterijų aiškinimo, kad jiems būtų lengviau orientuotis teisinėje sistemoje.

Komisijos nuomone, apskritai Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamentas atrodo tinkamas pagal numatytą paskirtį, ir ji nemano, kad šiuo metu reikėtų iš esmės keisti teisės aktus. Vis dėlto Komisija atkreipia dėmesį į suinteresuotųjų subjektų išreikštą susirūpinimą ir pripažįsta, kad tam tikrus aspektus būtų galima patikslinti (žr. 5 ir 6 skirsnius).

[21] Apie pirmuosius PSS balansinio pakeitimo vertybiniais popieriais atvejus ESMA pranešta 2021 m. birželio 22 d.

# 4. Rizikos išlaikymas

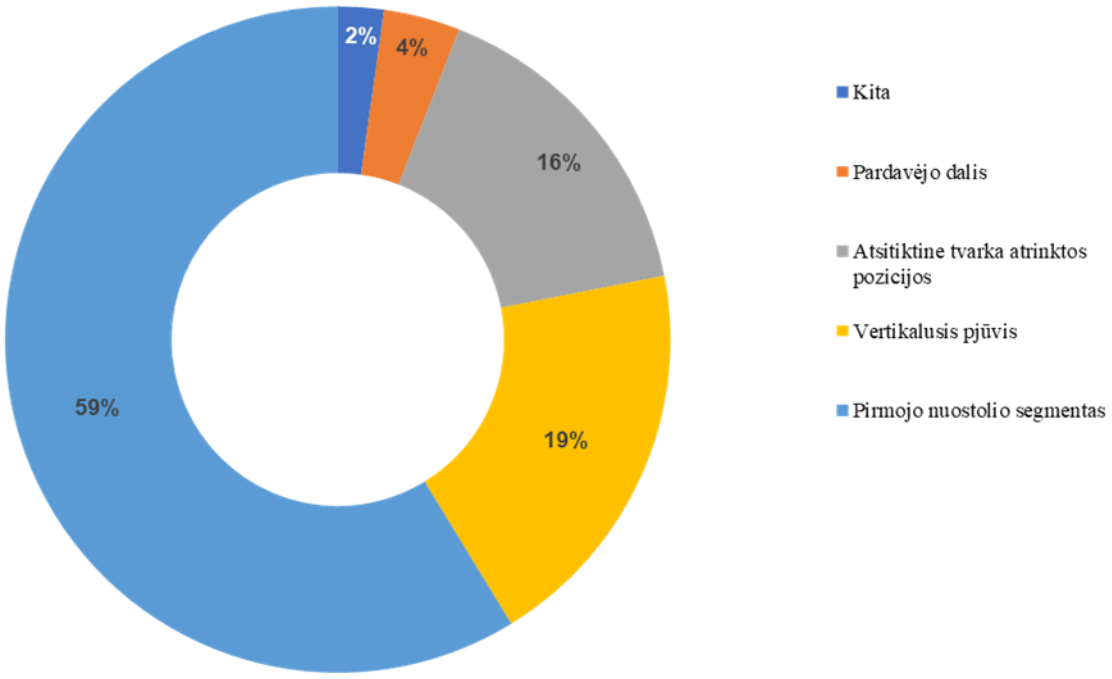
## Pagrindinė informacija ir nustatyti faktai

Siekiant išvengti neatitikimo tarp pakeitimo vertybiniais popieriais emitentams ir pirkėjams teikiamų paskatų, Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamento 6 straipsnyje reikalaujama, kad iniciatoriai, rėmėjai ar pirminiai skolintojai (ir, neveiksnių pozicijų pakeitimo vertybiniais popieriais atveju, valdymo įmonės) išlaikytų pakeitimo vertybiniais popieriais bent 5 proc. grynąją ekonominę dalį visu to sandorio laikotarpiu. Kartu su šios tiesioginės prievolės laikymusi taip pat netiesiogiai tikrinama atitiktis rizikos išlaikymo reikalavimui, pagal kurį instituciniams investuotojams leidžiama turėti pakeitimo vertybiniais popieriais pozicijas tik jeigu išlaikoma bent 5 proc. reikšminga grynoji ekonominė dalis.

Remiantis informacija iš pakeitimo vertybiniais popieriais duomenų saugyklos „European Data Warehouse“[22], viešo ilgalaikio pakeitimo vertybiniais popieriais atvejais dažniausias išlaikymo metodas yra pirmojo nuostolio metodas, pagal kurį išlaikytojas pasilieka pirmąjį kredito nuostolį iki bent 5 proc. nominaliosios pakeistų vertybiniais popieriais pozicijų vertės (žr. 3 paveikslą).

**3 paveikslas. Išlaikymo metodų taikymas viešam terminuotam pakeitimui vertybiniais popieriais (visumos proc. dalimis)**

Šaltinis – „European Data Warehouse“.




Kadangi informacijos apie privatų pakeitimą vertybiniais popieriais nereikia teikti pakeitimo vertybiniais popieriais duomenų saugykloms, yra sunkiau sistemingai gauti duomenų apie rizikos išlaikymo metodus, taikomus sudarant privačius sandorius. COREP duomenys apie pakeitimo vertybiniais popieriais sandoriuose dalyvaujančius bankus rodo, kad dažniausias rizikos išlaikymo metodas sudarant sintetinius sandorius, kai siekiama pripažinti reikšmingos rizikos perleidimą (angl.

[22] „European Data Warehouse“ (EDW) yra viena iš dviejų pakeitimo vertybiniais popieriais duomenų saugyklų, kurioms šiuo metu suteiktas veiklos leidimas. Pakeitimo vertybiniais popieriais duomenų saugyklų užduotis – centralizuotai rinkti duomenis apie pakeitimą vertybiniais popieriais ES ir teikti šiuos duomenis investuotojams ir priežiūros institucijoms.

*significant risk transfer*, toliau – RRP), kad būtų atlaisvintas kapitalas (paprastai tai yra privatūs sandoriai), yra vertikaliojo pjūvio (angl. *vertical slice*) metodas. Tai reiškia, kad iniciatorius, rėmėjas arba pirminis skolintojas išlaiko bent 5 proc. kiekvieno investuotojams parduoto ar perleisto segmento dalį. Šis išlaikymo metodas 2020–2021 m. taikytas 80 proc. sintetinių RRP sandorių.

Jungtinio komiteto ataskaitoje rizikos išlaikymo sistemos taikymo trūkumų nenustatyta. Vis dėlto Komisija dar nėra pagal Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamento 6 straipsnio 7 dalimi suteiktus įgaliojimus priėmusi techninių reguliavimo standartų, kuriais būtų išsamiai nustatytos rizikos išlaikymo procedūros. Dėl to rinkos dalyviai galėjo patirti tam tikrą teisinį netikrumą[23]. Atrodo, kad šis išsamių nuostatų trūkumas nedaro poveikio paprastiesiems (angl. *plain vanilla*) sandoriams, nes į rizikos išlaikymo reikalavimus iš esmės yra perkeltos jau esamos Kapitalo reikalavimų reglamento nuostatos, ir šie reikalavimai yra ypač gerai žinomi kredito įstaigoms.

### Komisijos vertinimas

Turimi duomenys rodo, kad rinkoje naudojami visi galimi išlaikymo metodai. Nėra jokių įrodymų, kad kuris nors iš Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamente leidžiamų rizikos išlaikymo metodų būtų netinkamas. Todėl Komisija nemano, kad rizikos išlaikymo reikalavimus reikia peržiūrėti, tačiau ragina EBI toliau stebėti šių reikalavimų taikymą. Gali būti tikslinga ateityje išsamiau išnagrinėti, kodėl ir kokiomis aplinkybėmis rinkos dalyviai teikia pirmenybę vienam išlaikymo metodui prieš kitus ir kaip veiksmingai kiekvienu išlaikymo metodu išlaikoma tam tikra sandorio dalis.

## 5. Išsamus patikrinimas ir skaidrumas

### Pagrindinė informacija ir nustatyti faktai

Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamente reikalaujama, kad instituciniai investuotojai atliktų kruopštų išsamų patikrinimą prieš įgydami pakeitimo vertybiniais popieriais poziciją. Apdairi ir kruopšti su pakeitimu vertybiniais popieriais susijusios rizikos analizė iš esmės priklauso nuo galimybės gauti informaciją. Siekiant palengvinti investuotojų atliekamą išsamų patikrinimą ir padėti kompetentingoms institucijoms vykdyti priežiūrą, 7 straipsnyje reikalaujama, kad iniciatoriai, rėmėjai ir SPPVPS pateiktų visus reikiamus dokumentus, kuriuose apibūdinamos pakeitimo vertybiniais popieriais ypatybės, ir reguliariai atskleistų visus reikšmingus duomenis apie pagrindinių pozicijų kredito kokybę ir veiksnumą. Informacija teikiama pakeitimo vertybiniais popieriais duomenų saugykloms naudojant standartizuotus šablonus. Viena iš investuotojų išsamaus patikrinimo pareigų – patikrinti, ar pakeitimas vertybiniais popieriais atitinka Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamente nustatytus skaidrumo reikalavimus.

Konsultacijų metu prašyta pateikti atsiliepimų dėl informacijos atskleidimo ir išsamaus patikrinimo reikalavimų proporcingumo, investuotojų išsamaus patikrinimo procedūrų ir duomenų atskleidimo šablonų naudingumo. Dauguma respondentų, visų pirma sektoriaus atstovai, išsamaus patikrinimo ir skaidrumo reikalavimų nelaikė proporcingais. Šie suinteresuotieji subjektai manė, kad nuostatos yra per daug reguliuojančios ir griežtos, ypač palyginti su panašioms priemonėms, kaip antai padengtosioms obligacijoms, taikoma tvarka. Be to, respondentai manė, kad nuostatose nevisiškai atsižvelgiama į sandorio ypatumus, visų pirma ar tai viešas, ar privatus sandoris (taip pat žr. 6 skirsnį dėl privataus pakeitimo vertybiniais popieriais). Sektoriaus respondentai taip pat manė, kad skaidrumo taisyklių taikymas pakeitimui vertybiniais popieriais trečiosiose valstybėse nėra proporcingas. Tai lemia neužtikrintumą investuotojų gebėjimu įvykdyti išsamaus patikrinimo prievoles investuojant į tokius sandorius (žr. 11 skirsnį). Tie, kurie laikė esamą tvarką proporcinga, pabrėžė standartizuoto

[23] EBI neseniai patvirtino atnaujintą minėtų techninių standartų redakciją; tai padaryta atsižvelgiant į rizikos išlaikymo nuostatų pakeitimus Kapitalo rinkų gaivinimo dokumentų rinkinyje. Galutinė ataskaita pateikta Komisijai 2022 m. balandžio 12 d.

informacijos atskleidimo naudingumą investuotojams analizuojant sudėtingo pakeitimo vertybiniais popieriais sandorio ypatybes.

Dauguma respondentų sutiko, kad pagal Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamento 7 straipsnį teikiamos informacijos pakanka investuotojų išsamaus patikrinimo poreikiams patenkinti. Kai kurie suinteresuotieji subjektai teigė, kad ši informacija iš tiesų yra perteklinė ir kad investuotojai gali ja nesinaudoti, vietoj to remdamiesi savo išsamaus patikrinimo procedūromis, taikytomis dar iki Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamento įsigaliojimo. Keli respondentai nurodė konkrečius šablonų laukus, kurie, jų manymu, kelia problemų dėl įvairių priežasčių: pavyzdžiui, yra keli laukai, skirti panašiai informacijai pateikti, arba trūksta aiškumo dėl tam tikros šablonuose reikalaujamos pateikti informacijos naudingumo. Dėl poveikio, kurį turi su kiekviena atskira paskola susijusios informacijos atskleidimas, dauguma suinteresuotųjų subjektų manė, kad tai iš esmės naudinga visoms turto klasėms, nebent portfelis būtų sudarytas iš daugelio pozicijų – pastaruoju atveju individualios pozicijos poveikis vertybiniais popieriais pakeistų pozicijų grupės rezultatams yra nedidelis.

Dėl to dauguma suinteresuotųjų subjektų manė, kad informacijos atskleidimo tvarką galima supaprastinti nekliudant siekti teisėkūros institucijų tikslo apsaugoti institucinius investuotojus ir palengvinti priežiūrą. Daugumoje atsakymų, įskaitant ir kelių valdžios institucijų atsakymus, teigiama, kad skaidrumo reikalavimai, ypač privataus pakeitimo vertybiniais popieriais atveju, turėtų būti geriau suderinti su investuotojų poreikiais.

Išsamaus patikrinimo ir skaidrumo reikalavimų poveikis taip pat apžvelgtas Jungtinio komiteto ataskaitoje. Dėl išsamaus patikrinimo toje ataskaitoje išreikšta nuomonė, kad teisės aktų keisti nereikia, ir rekomenduota išaiškinti jurisdikcinę atitinkamų nuostatų taikymo sritį (žr. 11 skirsnį) ir nacionalinėms kompetentingoms institucijoms dėti daugiau pastangų didinti išsamaus patikrinimo priežiūros veiksmingumą. Pagrindinės rekomendacijos dėl skaidrumo nuostatų – gerinti konvergenciją ir koordinavimą priežiūros srityje ir toliau stebėti informacijos atskleidimo šablonų poveikį; pastaroji rekomendacija argumentuota tuo, kad šiame etape išsamiai vertinti šablonų naudojimą dar per anksti.

## Komisijos vertinimas

Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamente skaidrumo ir išsamaus patikrinimo nuostatos yra iš esmės susietos, nes skaidrumas turėtų palengvinti išsamų patikrinimą. Taigi, reikėtų vengti teikti informaciją, kuria investuotojai nesinaudoja, nes tai reikštų nereikalingas reikalavimų laikymosi išlaidas, o naudos būtų nedaug.

Nors skaidrumo užtikrinimo sistema visapusiškai taikoma tik nuo 2021 m. birželio mėn., kai suteikti veiklos leidimai pirmosioms pakeitimo vertybiniais popieriais duomenų saugykloms, informacijos atskleidimo šablonai bent kai kuriose rinkos dalyse naudojami jau nuo tada, kai 2019 m. sausio mėn. juos patvirtino ESMA. Taigi, Komisijos manymu, šablonai naudojami jau pakankamai ilgai, kad išryškėtų bet kokie galimai reikšmingi trūkumai. Konsultacijų metu gauti atsiliepimai parodo, kokiose srityse informacijos atskleidimo šablonų naudingumas gali būti iš tiesų ribotas.

Todėl Komisija ragina ESMA peržiūrėti šablonus, skirtus informacijai apie pakeitimo vertybiniais popieriais pagrindines pozicijas atskleisti. ESMA turėtų visų pirma siekti išspręsti galimus techninius sunkumus tam tikruose laukuose įrašyti reikiamą informaciją, taip pat pašalinti galimai nereikalingus laukus ir labiau juos suderinti su investuotojų poreikiais. Atlikdama šį darbą ESMA turėtų apsvarstyti, ar teikti su kiekviena atskira paskola susijusią informaciją yra naudinga ir proporcinga investuotojų poreikiams dėl visų rūšių pakeitimo vertybiniais popieriais.

# 6. Privatus pakeitimas vertybiniais popieriais

Privatus pakeitimas vertybiniais popieriais apibrėžiamas kaip toks pakeitimas vertybiniais popieriais, kai nereikia rengti prospekto pagal Direktyvą 2003/71/EB. Privatus pakeitimas vertybiniais popieriais turi atitikti tuos pačius reglamentavimo reikalavimus kaip ir viešas pakeitimas vertybiniais popieriais, išskyrus tai, kad netaikomas reikalavimas naudotis pakeitimo vertybiniais popieriais duomenų saugykla atskleidžiant Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamento 7 straipsnyje nurodytą informaciją.

## 6.1. Ar privataus pakeitimo vertybiniais popieriais atvejų neproporcingai daugėja?

**Pagrindinė informacija ir nustatyti faktai**

Privatus pakeitimas vertybiniais popieriais yra svarbus papildomas įmonių finansavimo šaltinis. Privatus pakeitimas vertybiniais popieriais daugiausia naudojamas labai specifinėse rinkos nišose, pavyzdžiui: i) kai tiesioginiai investuotojo ir iniciatoriaus santykiai yra svarbūs, ii) kai emitentui reikia kontroliuoti prieigą prie ypač neskelbtinų verslo duomenų arba iii) kai sandoriai yra per mažos apimties, kad viešos emisijos išlaidos būtų laikomos pagrįstomis.

Teisėkūros institucijoms taip pat susirūpinimą kėlė tai, kad tokiais sandoriais gali būti naudojamasi siekiant apeiti sudėtingesnius skaidrumo reikalavimus, taikomus viešam pakeitimui vertybiniais popieriais. Todėl jos paprašė Komisijos įvertinti, ar šių sandorių skaičius didėjo neproporcingai ir ar tai buvo motyvuota siekio išvengti viešų sandorių skaidrumo prievolių. Šiomis aplinkybėmis tokių sandorių daugėjimas galėtų būti laikomas neproporcingu, jeigu įtariama, kad privatus pakeitimas vertybiniais popieriais atliekamas vietoj sandorių, kurie kitu atveju būtų vieši.

Jungtinio komiteto ataskaitoje nurodyta, kad privataus PSS pakeitimo vertybiniais popieriais atvejų skaičius nuo 2019 m. kovo mėn. iš tiesų labai padidėjo. 2019 m. tik trečdalis visų PSS pakeitimo vertybiniais popieriais sandorių buvo privatūs, o 2020 m. tokie buvo jau trys ketvirtadaliai visų PSS sandorių. Kaip matyti iš informacijos apie PSS pakeitimą vertybiniais popieriais, paskelbtos ESMA interneto svetainėje, 2021 m. privačių sandorių skaičius vėl sumažėjo ir jie sudarė mažiau nei 60 proc. visų PSS pakeitimo vertybiniais popieriais atvejų. Vis dėlto į Jungtinio komiteto ataskaitą neįtraukti duomenys apie ne PSS sandorių skaičių ir apimtį.

Konsultacijose dalyvavę sektoriaus respondentai manė, kad šie su PSS privačiu pakeitimu vertybiniais popieriais susiję skaičiai yra klaidinantys ir nulemti naujosios reglamentavimo sistemos dėl šių priežasčių: pirma, labai plačioje pakeitimo vertybiniais popieriais apibrėžtyje, pateiktoje Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamente, tam tikri sandoriai nurodomi kaip privataus pakeitimo vertybiniais popieriais sandoriai, nors anksčiau laikyti bankų skolinimu. Antra, dauguma privačių sandorių ir ypač turtu užtikrintų komercinių vekselių (ABCP) sandorių buvo daug kartų atnaujinti arba perkelti ir dabar yra matomi todėl, kad buvo restruktūrizuoti į PSS sandorius ir atitinkamai pateikti ESMA registre.

**Komisijos vertinimas**

Komisija pripažįsta, kad prisitaikymas prie naujosios reglamentavimo sistemos galėjo prisidėti prie privataus pakeitimo vertybiniais popieriais atvejų skaičiaus didėjimo nuo tos dienos, kai pradėta taikyti naujoji pakeitimo vertybiniais popieriais sistema. Nemanoma, kad tokiomis aplinkybėmis dvejų metų laikotarpio pakanka norint tiksliai nustatyti, ar įvyko realus poslinkis nuo viešų prie privačių sandorių. Komisija taip pat atkreipia dėmesį į tai, kad nėra duomenų nei apie privačių ne PSS sandorių skaičių, nei apie sandorių apimtį, ir todėl privačių sandorių rinkos raidą visapusiškai įvertinti sunku.

Neįmanoma padaryti aiškios išvados, ar privataus pakeitimo vertybiniais popieriais atvejų skaičiaus ir apimties nuolatinis augimas vyksta be proporcingo viešųjų sandorių augimo, ir Komisija negali įvertinti, ar tą augimą motyvuoja siekis išvengti viešųjų sandorių skaidrumo prievolių. Todėl Komisija

ragina Jungtinį komitetą toliau stebėti privačių ir viešų sandorių apimties pokyčius, taip pat stebėti ne PSS sandorių apimtį ir bendrą sandorių apimtį. Remdamasi šiais papildomais duomenimis Komisija tinkamu laiku grįš prie šio klausimo.

## 6.2. Ar investuotojams ir priežiūros institucijoms pakanka informacijos apie privatų pakeitimą vertybiniais popieriais?

### Pagrindinė informacija ir nustatyti faktai

Šiuo metu nėra specialaus privačiam pakeitimui vertybiniais popieriais skirto šablono, tačiau privataus pakeitimo vertybiniais popieriais iniciatoriai, rėmėjai arba SPPVPS turi pildyti išsamius šablonus, kurie naudojami ir viešo pakeitimo vertybiniais popieriais atveju, nors jų nereikia pateikti per pakeitimo vertybiniais popieriais duomenų saugyklą. Kai kurios nacionalinės kompetentingos institucijos prašo pateikti pagrindinę informaciją apie privačius sandorius naudojant atskiras formas.

Išsiskyrė nuomonės dėl to, ar privataus pakeitimo vertybiniais popieriais atveju šablonai yra naudingi: kai kurie sektoriaus respondentai (nepriklausomai nuo to, ar jie veikia kaip investuotojai, ar kaip iniciatoriai pakeitimo vertybiniais popieriais rinkoje) ir dauguma valdžios institucijų manė, kad standartizuoti šablonai yra naudingi. Kiti respondentai abejojo šablonų naudingumu siekiant privataus pakeitimo vertybiniais popieriais skaidrumo, ypač privačių sintetinių sandorių atveju, kai informacijos poreikiai yra labai specifiniai.

Dauguma sektoriaus respondentų teigė, kad dabartinėje sistemoje priežiūros institucijos ir investuotojai turi pakankamai informacijos atitinkamai rinkos pokyčiams stebėti ir išsamiam patikrinimui atlikti.

Sektoriaus respondentai manė, kad naudojant dabartinius šablonus pagal 7 straipsnį priežiūros institucijos taip pat turėtų gauti pakankamai informacijos apie privatų pakeitimą vertybiniais popieriais, tačiau valdžios institucijų atsiliepimuose išreikštos nuomonės šiuo klausimu išsiskyrė. Dvi priežiūros institucijos buvo linkusios su tuo sutikti, tačiau dauguma priežiūros institucijų pritarė Jungtinio komiteto ataskaitoje išreikštai nuomonei, kurioje nurodyti priežiūros institucijoms kylantys sunkumai gauti pakankamai informacijos apie tokių sandorių egzistavimą ir jų parametrus.

### Komisijos vertinimas

Komisija sutinka su nuomone, kad standartizuoti šablonai padeda teikti pakankamai aukštos kokybės informaciją, su kuria įvairiems gavėjams yra pakankamai lengva dirbti. Tačiau Komisija taip pat pripažįsta, kad dėl privataus pakeitimo vertybiniais popieriais individualizuoto pobūdžio investuotojams į tokius sandorius reikia konkrečiau parinktos informacijos nei ta, kurią galima gauti naudojant ESMA šablonus. Komisija neturi pagrindo abejoti sektoriaus respondentų teiginiu, kad investuotojai į privačius sandorius užima pakankamai struktūriškai tvirtą padėtį, kad galėtų prašyti ir gauti visą informaciją, jiems reikalingą išsamiam patikrinimui kruopščiai atlikti. Tačiau nors informacija, pateikta naudojant ESMA šablonus, gali būti investuotojams mažiau aktuali negu teisėkūros institucijos iš pradžių manė, priežiūros institucijoms tebėra būtina gauti standartizuotą informaciją apie esamus privačius sandorius, kad galėtų greitai apžvelgti rinkos pokyčius ir nustatyti, kuriuos sandorius gali reikėti išsamiai patikrinti priežiūros tikslais. Iš kelių priežiūros institucijų specialiai tam parengtų įvairių formų galima spręsti, kad dabartiniai detalūs ESMA šablonai gali būti nevisiškai tinkami siekiant lengvai ir tiksliai apžvelgti padėtį privataus pakeitimo vertybiniais popieriais rinkoje.

Atsižvelgdama į šiuos aspektus Komisija ragina ESMA parengti specialų šabloną, skirtą privataus pakeitimo vertybiniais popieriais sandoriams, pritaikytą atsižvelgiant visų pirma į priežiūros institucijų poreikį apžvelgti rinką ir sužinoti pagrindines privačių sandorių ypatybes. Taip pat teisiškai įmanoma turėti atskirus privačiam ir viešam pakeitimui vertybiniais popieriais skirtus šablonus, nes

Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamento 7 straipsnio 3 dalyje leidžiama rengti šablonus „atsižvelgiant į informacijos naudą pakeitimo vertybiniais popieriais pozicijų turėtojui“. Tikimasi, kad parengus privačiam pakeitimui vertybiniais popieriais skirtą šabloną būtų labai supaprastinti privataus pakeitimo vertybiniais popieriais skaidrumo reikalavimai, o kartu būtų tenkinamas priežiūros institucijų poreikis gauti pakankamai informacijos apie privačius sandorius.

Šiuo nauju šablonu būtų galima pakeisti esamus šablonus, skirtus visiems privataus pakeitimo vertybiniais popieriais atvejams. Taip būtų užtikrinta, kad priežiūros institucijos gautų joms reikalingą informaciją, o investuotojai į privatų pakeitimą vertybiniais popieriais galėtų gauti bet kokią jiems reikalingą papildomą informaciją dvišališkai sutarta forma, be standartizuotų šablonų turiniui būdingų suvaržymų. Nors emitentai neprivalo dėl privataus pakeitimo vertybiniais popieriais užpildytų šablonų pateikti duomenų saugyklai, Komisija mano, kad priežiūros institucijoms nėra kliūčių gauti tą informaciją, nes 7 straipsnyje reikalaujama, kad emitentai padarytų šią informaciją prieinamą priežiūros institucijoms. Komisija mano, kad priežiūros institucijos turėtų užtikrinti tos prievolės vykdymą ir turėtų savo darbe naudoti informaciją, pateiktą naudojant šablonus. Europos priežiūros institucijos, naudodamosi savo įgaliojimais, galėtų užtikrinti, kad priežiūros institucijos gautų tą informaciją tokiais būdais, kad ja būtų lengva naudotis.

Gali būti, kad iniciatorių, rėmėjų arba SPPVPS individualiai, o ne per pakeitimo vertybiniais popieriais duomenų saugyklas pranešamą informaciją yra daug sunkiau tvarkyti ir kad pakeitimo vertybiniais popieriais duomenų saugyklų kokybės tikrinimai yra būtini siekiant gauti aukštos kokybės duomenis. Jei taip, tai ataskaitoje pateikiama rekomendacija pakeitimo vertybiniais popieriais duomenų saugyklose registruoti informaciją apie privačius sandorius (tai darant priežiūros institucijų labui) galėtų būti tinkamas sprendimas ilgesniu laikotarpiu, kai Komisija nuspręs teikti pasiūlymą iš dalies pakeisti Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamentą.

## 6.3. Privataus pakeitimo vertybiniais popieriais apibrėžtis

### Pagrindinė informacija ir nustatyti faktai

Dauguma konsultacijose dalyvavusių respondentų pritarė tam, kad būtų iš dalies pakeista privataus pakeitimo vertybiniais popieriais apibrėžtis. Vis dėlto nemažai šių respondentų ragino keisti apibrėžtį manydami, kad skaidrumo reikalavimai apskritai galėtų būti netaikomi tam tikriems privačiais laikomiems sandoriams. Jungtinio komiteto ataskaitoje taip pat pritarta tam, kad apibrėžtis būtų iš dalies pakeista, taigi būtų tikslesnė, ir kad tam tikram dabartinių privačių sandorių pogrupiui (pvz., sandoriams grupės viduje be trečiosios šalies investuotojos) skaidrumo reikalavimai būtų visiškai netaikomi.

### Komisijos vertinimas

Komisijos nuomone, neatrodo tikslinga keisti privataus pakeitimo vertybiniais popieriais apibrėžtį Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamente. Nors būtų galima labiau konkretizuoti apibrėžtį, dabartinė apibrėžtis yra aiški ir apskritai tinkama. Tie, kas pritaria naujos apibrėžties nustatymui, pripažįsta, kad gali būti sunku rasti geresnę privataus pakeitimo vertybiniais popieriais apibrėžtį, ir todėl kai kurie iš jų nesiūlo alternatyvios apibrėžties, o siūlo po poveikio vertinimo ir konsultacijų surengti atvirų diskusijų procesą.

Komisija pažymi, kad raginimai kitaip apibrėžti privatų pakeitimą vertybiniais popieriais beveik visais atvejais siejasi su susirūpinimu, kad skaidrumo reikalavimai, taikomi privatiems sandoriams, yra pernelyg griežtai reguliuojantys ir praktiškai gana nenaudingi investuotojams ir potencialiems investuotojams. Teigiama, kad šie investuotojai į privačius sandorius gali prašyti ir nuolat gauti

konkrečios jiems reikalingos informacijos iš parduodančiųjų sandorio šalių. Todėl atrodo, kad suinteresuotieji subjektai, raginantys keisti apibrėžtį, tai daro tik tam, kad būtų sušvelninti skaidrumo reikalavimai privatiems sandoriams. Komisija mano, kad šį klausimą galima išspręsti peržiūrint esamas taisykles bei šablonus ir įvertinant jų naudingumą (žr. pirmesnį skirsnį).

# 7. Lygiavertiškumas PSS pakeitimui vertybiniais popieriais

## Pagrindinė informacija ir nustatyti faktai

Lygiavertiškumas – tai mechanizmas, pagal kurį ES gali pripažinti tam tikroje apibrėžtoje srityje taikomus ne ES reguliavimo standartus lygiaverčiais savo standartams[24]. Norint, kad tam tikrame sektoriuje būtų nustatytas lygiavertiškumas su trečiąja valstybe, taisyklės ir priežiūra joje turi būti lygiavertės atitinkamoms ES taisyklėms ir priežiūrai. Taip galima supaprastinti reguliavimą panaikinant dubliuojamus reikalavimus tarpvalstybiniams sandoriams ir suderinant tarpvalstybinėms pozicijoms taikomą prudencinę tvarką su vidaus pozicijoms taikoma tvarka.

Konsultacijų metu dauguma rinkos dalyvių pritarė tam, kad PSS pakeitimo vertybiniais popieriais emisiją būtų leidžiama atlikti ir ne ES subjektams. Tačiau valdžios institucijos, priešingai, beveik vieningai prieštaravo lygiavertiškumo režimo nustatymui.

## Komisijos vertinimas

ES PSS pakeitimo vertybiniais popieriais sistema yra pagrįsta griežtais reikalavimais, be kita ko, dėl informacijos atskleidimo. Komisija pažymi, kad iki šiol jokios pakeitimo vertybiniais popieriais sistemos, priklausančios trečiosios valstybės jurisdikcijai, nebuvo galima laikyti lygiaverte ES PSS sistemai. Jungtinė Karalystė po išstojimo iš ES yra vienintelė ES nepriklausanti valstybė, kurioje veikia PSS režimas.

Atsižvelgdama į tai, Komisija mano, kad šiuo metu dar per anksti nustatyti PSS lygiavertį režimą. ES PSS režimas tebėra vystomas, be to, ES neseniai nustatė PSS balansinio pakeitimo vertybiniais popieriais režimą, kurio nėra Jungtinėje Karalystėje. Be to, trečiųjų valstybių priežiūros praktiką bus įmanoma peržiūrėti tik tada, kai ES priežiūros praktika bus labiau išvystyta ir visiškai suderinta tarp ES priežiūros institucijų. Šiomis aplinkybėmis labai svarbu atlikti PSS reikalavimų įgyvendinimo tarpusavio vertinimą siekiant apžvelgti PSS režimo priežiūrą ES. Šis tarpusavio vertinimas, kuris iš pradžių turėjo būti užbaigtas iki 2022 m. sausio 1 d.[25], atidėtas iki 2024 m.

Nepaisant to, Komisija toliau stebės atitinkamus reglamentavimo pokyčius trečiosiose valstybėse, po kurių galėtų būti pradedami taikyti panašūs pakeitimo vertybiniais popieriais režimai, atitinkantys Bazelio bankų priežiūros komiteto ir Tarptautinės vertybinių popierių komisijų organizacijos parengtą paprastumo, skaidrumo ir palyginamumo standartą, kuriuo pagrįstas ES PSS režimas.

Jeigu esama padėtis pasikeistų, Komisija galėtų persvarstyti PSS lygiaverčio režimo nustatymo poreikį ir tinkamumą.

# 8. Tvarus pakeitimas vertybiniais popieriais

## Pagrindinė informacija ir nustatyti faktai

Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamentu nustatyta tik ribota prievolė atskleisti su tvarumu susijusią informaciją. PSS pakeitimo vertybiniais popieriais atveju parduodančioji šalis turi paskelbti

[24] Komisijos komunikatas Europos Parlamentui, Tarybai, Europos Centriniam Bankui, Europos ekonomikos ir socialinių reikalų komitetui ir Regionų komitetui „Lygiavertiškumas finansinių paslaugų srityje“, COM(2019) 349 *final*.

[25] Pagal Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamento 36 straipsnio 7 dalimi suteiktus įgaliojimus.

turimą informaciją apie turto, finansuojamo būsto paskolomis, paskolomis automobiliams arba automobilių išperkamąja nuoma, aplinkosauginį veiksmingumą. Pakeitimais Kapitalo rinkų gaivinimo priemonių rinkinyje suteikta galimybė iniciatoriams vietoj to paskelbti turimą informaciją apie turto, finansuojamo iš pagrindinių pozicijų, pagrindinį neigiamą poveikį tvarumo veiksniams.

Kartu su įgaliojimais, suteiktais pagal 46 straipsnio e punktą, pagal 45a straipsnio e punkto nuostatą Komisija turi pateikti ataskaitą dėl specialios tvaraus pakeitimo vertybiniais popieriais sistemos sukūrimo, remdamasi Europos bankininkystės institucijos ataskaita (toliau – EBI ataskaita)[26]. EBI savo ataskaitą paskelbė 2022 m. kovo 2 d.[27]

### *Galiojančių su aplinkosauginiu tvarumu susijusios informacijos atskleidimo reikalavimų taikymo srities išplėtimas*

Konsultacijų metu dauguma respondentų iš esmės pritarė minčiai, kad esamo informacijos atskleidimo reikalavimo išplėtimas, kad jis būtų taikomas ir kitoms turto klasėms[28], gali būti naudingas investuotojams, kurie norėtų turėti tokios informacijos, kad galėtų įvertinti sau priklausančią aplinkosauginių, socialinių ir valdymo (toliau – ASV) investicijų dalį, vertinti su ASV veiksniais susijusią riziką ir naudotis tuo kaip palyginimo priemone. Investuotojai apgailestavo, kad tokia informacija dar nėra prieinama, nes šio pobūdžio informacijos jiems reikės ateityje jų pačių informacijos atskleidimo reikalavimams vykdyti.

Vis dėlto respondentai teigė, kad tokio informacijos atskleidimo reikalavimų taikymo išplėtimo, apimant ir kitas turto klases, naudingumas priklauso nuo to, ar atitinkamo aplinkosauginio veiksmingumo vertinimo parametrai yra pakankamai aiškūs ir tinkami. Pasak daugumos respondentų, taip yra dar ne visose turto klasėse[29].

Siekiant gerinti duomenų prieinamumą, EBI ataskaitoje rekomenduojama, kad būtų atskleidžiama informacija ir apie kito, ne PSS, pakeitimo vertybiniais popieriais pagrindinį neigiamą poveikį ir kad vidutiniu laikotarpiu būtų nustatyta prievolė atskleisti informaciją apie pagrindinį neigiamą poveikį.

### *Specialios tvaraus pakeitimo vertybiniais popieriais sistemos sukūrimas*

Dabartiniu 2021 m. liepos mėn. paskelbtu pasiūlymu dėl ES žaliųjų obligacijų standarto (toliau – ES ŽOS), dėl kurio šiuo metu tebevyksta derybos[30], siekiama sukurti žaliųjų obligacijų sistemą, apimančią ir tas obligacijas, kurias specialios paskirties subjektas išleidžia pagal pakeitimo vertybiniais popieriais sandorį. Siekdamas įgyti žaliosios obligacijos žymą, emitentas turi įsipareigoti naudoti iš jos emisijos gautas pajamas ES taksonomiją atitinkančiam turtui finansuoti, refinansuoti arba įsigyti.

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

[27] EBI rekomenduoja dėl pakeitimo vertybiniais popieriais sandorių pakeisti siūlomą ES žaliųjų obligacijų standartą | Europos bankininkystės institucija (europa.eu)

[28] Be būsto paskolų, paskolų automobiliams ar automobilių išperkamosios nuomos.

[29] https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/?uri=CELEX:52021PC0391

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

EBI ataskaitoje nerekomenduojama dabar sukurti specialios žaliojo pakeitimo vertybiniais popieriais sistemos, turint omenyje, kad pakeitimui vertybiniais popieriais prieinamo žaliojo turto dar nėra daug[31] ir kad tvaraus pakeitimo vertybiniais popieriais rinka tebėra gana nauja. Ataskaitoje rekomenduojama, kad galimybė kurti specialią sistemą būtų svarstoma tik tada, kai ES ekonomikoje bus padaryta didesnė žaliosios pertvarkos pažanga.

Vietoj to EBI ataskaitoje rekomenduojama taip pakeisti ES žaliųjų obligacijų standartą, kad jis būtų tinkamesnis pakeitimui vertybiniais popieriais pereinamuoju laikotarpiu (žr. teksto intarpą toliau). EBI rekomenduoja neįtraukti sintetinio pakeitimo vertybiniais popieriais į žaliojo pakeitimo vertybiniais popieriais žymos (ES ŽOS žymos ar atskiros specialios žymos) taikymo sritį, nes dar nėra bendrai pripažintos metodikos, skirtos dėl žaliaisiais tikslais sudaryto sandorio atlaisvinto kapitalo perskirstymui vertinti.

Konsultacijų metu dauguma respondentų perspėjo, kad nereikėtų naudoti kelių skirtingų žymų žaliajam pakeitimui vertybiniais popieriais klasifikuoti, ir išreiškė aiškų pageidavimą, kad artimiausioje ateityje, užuot kūrus atskirą sistemą, būtų naudojama ES ŽOS žyma. Atsiliepimuose respondentai, kaip ir EBI, išreiškė susirūpinimą dėl reikalavimo, kad pagrindinio turto grupė atitiktų taksonomiją, nes taip pakeitimui vertybiniais popieriais būtų sudarytos nevienodos sąlygos su kitomis panašiomis bankų finansavimo priemonėmis, kaip antai padengtosiomis obligacijomis. Tada, turint omenyje dabartinį taksonomiją atitinkančio turto stygių, gali nepakakti pajėgumų pakeitimu vertybiniais popieriais prisidėti finansuojant perėjimą prie žaliosios ekonomikos. Kalbant apie subjektą, kuris būtų atsakingas už informacijos teikimą, daugelis respondentų pritarė, kad tai būtų iniciatoriai, o ne emitentai, nes būtų nepraktiška taip įpareigoti emitentus, kurie nekontroliuoja atitinkamo turto.

Dėl tvarumui pripažinti reikalingo informacijos atskleidimo teigiama, kad pernelyg detaliai nustatyta tvarka nebūtų naudinga, turint omenyje, kokia įvairi veikla siejama su pakeitimo vertybiniais popieriais sandorių pagrindinėmis pozicijomis.

**EBI ataskaitoje pateikta rekomendacija dėl ES žaliųjų obligacijų standarto (ES ŽOS) keitimo**

Pasiūlymu dėl ES ŽOS nustatomas savanoriškas tvarių investicijų finansavimo standartas ir obligacijos emitentui leidžiama naudoti žaliosios obligacijos žymą tol, kol visos iš tos obligacijos emisijos gautos pajamos naudojamos taksonomiją visiškai atitinkančiais tikslais. Tai reiškia, kad SPPVPS turimos pakeitimo vertybiniais popieriais pagrindinės pozicijos turėtų būti suderintos su taksonomija.

EBI ataskaitoje perspėjama, kad pagal šį požiūrį pakeitimo vertybiniais popieriais (ir kitų specialios paskirties subjekto išleidžiamų finansinių priemonių) statusas skiriasi nuo vertybinių popierių, kurie nėra išleidžiami specialios paskirties subjekto. EBI atkreipia dėmesį į tai, kad pagal dabartinį požiūrį būtų reikalaujama ES ŽOS reikalavimus atitinkantį pakeitimą vertybiniais popieriais užtikrinti taksonomiją atitinkančiu turtu. Tačiau tai nekliudytų iniciatoriui, kaip galutiniam pakeitimo vertybiniais popieriais obligacijų emisijos pajamų gavėjui, naudoti gautas pajamas ne žaliaisiais tikslais. EBI manymu, šis požiūris yra nesuderinamas su politikos siekiu nukreipti naujas lėšas perėjimui prie žaliosios ir tvarios ES ekonomikos finansuoti. Kadangi šiuo metu trūksta pakeitimui vertybiniais popieriais prieinamo taksonomiją atitinkančio turto, EBI nuomone, tai taip pat reikšmingai apribotų potencialą sukurti ES ŽOS pakeitimo vertybiniais popieriais rinką. Be to, EBI ataskaitoje pažymima, kad SPPVPS ekonominė reikšmė yra ribota ir todėl ES ŽOS pakeitimo vertybiniais popieriais rinka nebūtų praktiškai veiksminga, net jeigu SPPVPS būtų vieninteliai teisinę atsakomybę prisiimantys subjektai.

[31] EBI atliktais taksonomiją atitinkančio turto ES bankuose sumos skaičiavimais, didžiausia galima metinė žaliojo pakeitimo vertybiniais popieriais sandorių, visiškai užtikrintų taksonomiją atitinkančiu turtu, grupė sudarytų 15,6 mlrd. EUR.

Todėl EBI ataskaitoje rekomenduojama, kad ES ŽOS reikalavimai būtų taikomi pakeitimo vertybiniais popieriais iniciatoriui, o ne SPPVPS. EBI pripažįsta, kad pajamų naudojimo reikalavimų taikymas iniciatoriaus lygmeniu, o ne SPPVPS lygmeniu, neatrodo pakeitimui vertybiniais popieriais akivaizdžiai tinkamas sprendimas, nes dėl turtu užtikrinamo jo pobūdžio nėra galimybės naudotis dvigubo reikalavimo tvarka. Tai taip pat gali lemti tokį ES ŽOS pakeitimą vertybiniais popieriais, kai pagrindinis turtas nebūtų žaliasis turtas. Vis dėlto EBI mano, kad tai yra efektyviausias ir pragmatiškiausias požiūris pereinamuoju laikotarpiu ir būdas užtikrinti vienodas sąlygas pakeitimui vertybiniais popieriais ir kitų rūšių turtu užtikrintiems vertybiniams popieriams. EBI rekomenduoja, kad perkeliant ES ŽOS reikalavimus iniciatoriui kartu turėtų būti taikomos papildomos skaidrumo priemonės, siekiant informuoti investuotojus, kiek turto grupė atitinka taksonomiją. Pagal šį požiūrį kartu turėtų būti imamasi papildomų apsaugos priemonių, kad iniciatorius negalėtų pakeitimui vertybiniais popieriais pasirinkti turto taip, kad tai galėtų būti laikoma ekologiniu manipuliavimu.

Be to, dėl informacijos apie tvarų pakeitimą vertybiniais popieriais atskleidimo pagal Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamento 45a straipsnį EBI ataskaitoje nagrinėta, kaip reikėtų integruoti su tvarumu susijusios informacijos atskleidimą į Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamentą, remiantis Su tvarumu susijusios finansinės informacijos atskleidimo reglamentu[32]. Su tvarumu susijusios finansinės informacijos atskleidimo reglamente nustatytos finansų rinkų dalyvių ir finansų patarėjų su tvarumu susijusios informacijos atskleidimo galutiniams investuotojams prievolės. EBI ataskaitoje pažymima, kad nors pakeitimo vertybiniais popieriais rinkoje veikiantiems investuotojams taikoma Su tvarumu susijusios finansinės informacijos atskleidimo reglamente nustatyta tvarka, pakeitimo vertybiniais popieriais produktai į to reglamento taikymo sritį neįeina, nes nelaikomi finansiniais produktais, kaip apibrėžta to reglamento 2 straipsnyje. Todėl investuotojai gali nesugebėti įtraukti pakeitimo vertybiniais popieriais pozicijų į savo ASV investavimo strategijas.

Europos priežiūros institucijų jungtiniam komitetui pavesta parengti techninius reguliavimo standartus, kuriuose būtų nustatyta teiktina informacija apie PSS sandorių tam tikrų rūšių pagrindinio turto pagrindinį neigiamą poveikį[33]. Nors taip būtų tenkinami investuotojų, besiorientuojančių į ASV nuorodą turinčius produktus, informacijos poreikiai, EBI rekomenduoja, kad reikalavimo atskleisti informaciją apie pagrindinį neigiamą poveikį taikymo sritis būtų išplėsta apimant: i) trumpuoju laikotarpiu – ne PSS pakeitimą vertybiniais popieriais, užtikrinamą tų pačių rūšių turtu kaip ir pagal esamą PSS informacijos atskleidimo reikalavimą, ir ii) vidutiniu laikotarpiu – visų rūšių pakeitimą vertybiniais popieriais.

## Komisijos vertinimas

Komisija palankiai vertina išsamią ir gerai pagrįstą EBI ataskaitą kaip svarbų įnašą kuriant tvaraus pakeitimo vertybiniais popieriais sistemą. Komisija sutinka su EBI, kad bent trumpuoju ir vidutiniu laikotarpiais nėra pagrindo sukurti specialią tvarumo žymą pakeitimui vertybiniais popieriais, visų pirma atsižvelgiant į tai, kad yra nedaug pakeitimui vertybiniais popieriais prieinamo žaliojo turto. Šiomis aplinkybėmis Komisija ragina Europos Parlamentą ir Tarybą atsižvelgti į EBI rekomendaciją vykstant deryboms dėl ES ŽOS ir yra pasirengusi padėti atlikti darbą detalizuojant pakeitimo vertybiniais popieriais nuostatas ES ŽOS sistemoje.

Dėl su tvarumu susijusios informacijos atskleidimo Komisija pripažįsta, kad reikia tobulinti informacijos apie pagrindinį neigiamą poveikį atskleidimą, ir mano, kad būsimo techninio reguliavimo standarto, kurį parengs Jungtinis komitetas, taikymo sritis turėtų būti kiek įmanoma platesnė.

[32] Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas (ES) 2019/2088 dėl su tvarumu susijusios informacijos atskleidimo finansinių paslaugų sektoriuje.
[33] Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamento 22 straipsnio 6 dalis.

# 9. Trečiosios šalies atliekamas PSS kriterijų tikrinimas

## Pagrindinė informacija ir nustatyti faktai

Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamentu nustatyta trečiosios šalies tikrinimą atliekančių subjektų, padedančių tiek emitentams, tiek investuotojams savanoriškai įvertinti sandorio atitiktį PSS kriterijams, sistema. Vis dėlto tokių tikrintojų dalyvavimas nepanaikina iniciatorių, rėmėjų ir institucinių investuotojų teisinės atsakomybės traktuoti tam tikrą pakeitimo vertybiniais popieriais sandorį kaip paprastą, skaidrų ir standartizuotą (PSS). Šiems trečiosios šalies tikrinimą atliekantiems subjektams veiklos leidimą suteikia ESMA ir juos prižiūri tos valstybės narės, kurioje jie įsisteigę, atitinkama nacionalinė kompetentinga institucija. ESMA yra suteikusi leidimus dviem trečiosios šalies tikrintojams. Iki šiol dėl daugumos PSS sandorių naudotasi vieno iš tų dviejų trečiosios šalies tikrintojų paslaugomis.

Jungtinio komiteto ataskaitoje nagrinėtas trečiosios šalies tikrinimą atliekančių subjektų vaidmuo PSS rinkoje. Joje pažymima, kad rinkoje šie subjektai laikomi naudingais, visų pirma todėl, kad padeda mažiau patyrusiems rinkos dalyviams: be kita ko, suteikia tikrumo, atsižvelgiant į finansines sankcijas, skiriamas už klaidingos informacijos pateikimą pranešime apie PSS pakeitimą vertybiniais popieriais. Jungtinis komitetas nurodė, kad ryšiai tarp trečiosios šalies tikrintojų ir nacionalinių kompetentingų institucijų iki šiol buvo riboti. Atsižvelgiant į akivaizdžią šių tikrintojų svarbą PSS rinkai ir į tai, kad ši veikla yra sutelkta tik keliuose subjektuose, tai gali lemti priežiūros institucijų ir tikrintojų skirtingą PSS kriterijų aiškinimą. Be to, Jungtinio komiteto ataskaitoje nurodyta, kad dar nėra bendro požiūrio į PSS tikrintojų priežiūrą.

## Komisijos vertinimas

Atrodo, kad trečiosios šalies atliekamo tikrinimo tvarka veikia taip, kaip numatyta, ir Komisija nemano, kad reikėtų peržiūrėti šią tvarką reglamentuojančias nuostatas. Kaip pažymima Jungtinio komiteto ataskaitoje, turėtų tinkamu dažnumu vykti dialogas tarp nacionalinių kompetentingų institucijų ir trečiosios šalies tikrinimą atliekančių įmonių, kad būtų išvengta PSS kriterijų aiškinimo nenuoseklumų, kenkiančių emitentams ir investuotojams.

Konkurencijos klausimu Jungtinio komiteto ataskaitoje nenurodyta, kad mažas leidimus įgijusių trečiosios šalies tikrintojų skaičius yra reguliavimo kliūčių patekti į rinką ar nepakankamos konkurencijos padarinys. Todėl Komisija šiuo metu nemato poreikio imtis veiksmų.

# 10. Specialios paskirties pakeitimo vertybiniais popieriais subjektai (SPPVPS)

## Pagrindinė informacija ir nustatyti faktai

Tikro pardavimo pakeitimo vertybiniais popieriais atveju SPPVPS yra pagrindinė priemonė, naudojama valdant sandorius ir siekiant gauti norimą poveikį, visų pirma kapitalo lengvatą inicijuojantiesiems bankams: SPPVPS atskiria atitinkamą turtą nuo iniciatoriaus ir apsaugo iniciatorių nuo su tuo turtu susijusios rizikos. SPPVPS veikla apsiriboja vien šių tikslų siekimu. Visi SPPVPS taikomi reikalavimai yra pateikti Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamente.

Pagal 46 straipsnio h punktu suteiktus įgaliojimus Komisija per konsultacijas uždavė klausimą, ar pakeitimo vertybiniais popieriais sistemos vertę padidintų ribotą licenciją turinčių bankų, atliekančių SPPVPS funkcijas, sistema.

Didžioji dauguma tiek sektoriaus, tiek valdžios institucijų respondentų perspėjo, kad tokios sistemos geriau nediegti, ir įspėjo dėl galimo jos poveikio rinkai. Daugelis pabrėžė, kad SPPVPS jau yra

taikoma leidimų išdavimo tvarka ir atitinkamos kompetentingos institucijos vykdoma priežiūra, todėl galima pakankamai prižiūrėti šiuos subjektus ir tinkamai stebėti riziką.

Manyta, kad ribotą licenciją turinčių bankų sistema iš esmės kenktų SPPVPS nepriklausomumui, nes galiausiai daugiau dalyvių valdytų pakeitimo vertybiniais popieriais fondus atskirame subjekte, priklausančiame tai pačiai konsoliduotai grupei. Vietoj to prioritetu turėtų būti pakeitimo vertybiniais popieriais sandorio kontrolės, valdymo ir informacijos teikimo nepriklausomumo iniciatorių, rėmėjų ir investuotojų atžvilgiu užtikrinimas. Be to, respondentai atkreipė dėmesį į ribotą licenciją turinčių bankų sistemos potencialiai keliamą riziką. Jie perspėjo, kad dėl to padidėtų rizikos koncentracija. Tokia dinamika prieštarautų pačiai rizikos diversifikavimo ir mažinimo logikai, kuria grindžiama pakeitimo vertybiniais popieriais rinka.

**Komisijos vertinimas**

Komisija mano, kad dabartinė sistema veikia tinkamai, nes nenustatyta su SPPVPS susijusių trūkumų ar spręstinų problemų. Taigi, nėra reikalo papildyti šią sistemą sukuriant tokią sistemą, kurioje ribotą licenciją turintys bankai atliktų SPPVPS funkcijas ir turėtų išimtinę teisę iš iniciatorių įsigyti pozicijas ir parduoti investuotojams reikalavimus, garantuojamus įsigytomis pozicijomis.

# 11. Jurisdikcinė taikymo sritis

Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamentas iš esmės yra veikla grindžiamas, o ne vien produktams skirtas reglamentas. Juo daugiausia nustatomos pakeitimo vertybiniais popieriais veikloje dalyvaujančių parduodančiųjų šalių (iniciatoriaus, pirminio skolintojo, rėmėjo ir SPPVPS) ir perkančiųjų šalių (institucinio investuotojo) prievolės. Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamente ES pakeitimas vertybiniais popieriais neskiriamas nuo tokio pakeitimo vertybiniais popieriais, kai viena iš sandorio šalių yra įsisteigusi trečiojoje valstybėje. Tačiau, kai viena ar daugiau sandorio šalių yra įsisteigusios trečiojoje valstybėje, gali kilti klausimų, kaip ES sandorio šalys turi praktiškai laikytis ES sistemos reikalavimų.

Jungtinio komiteto nuomonėje atkreiptas dėmesys į sunkumus, susijusius su Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamento jurisdikcine taikymo sritimi. Tą išvadą patvirtino dauguma konsultacijose dalyvavusių respondentų.

Komisija atsižvelgia į sunkumus, apie kuriuos pranešta, ir Jungtinio komiteto bei suinteresuotųjų subjektų prašymu tolesniuose šios ataskaitos poskirsniuose pateikia aiškinamųjų gairių šiuo klausimu.

## 11.1. Parduodančiųjų šalių prievolės

**Pagrindinė informacija ir nustatyti faktai**

Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamento 6, 7 ir 9 straipsniais nustatytos tam tikros pagrindinės prievolės, kurių turi laikytis visos pakeitimo vertybiniais popieriais sandorių šalys, remiantis tuo, ko pasimokyta iš didžiosios finansų krizės. Tos nuostatos taikomos nepriklausomai nuo to, ar įpareigotoji šalis yra Europos Sąjungoje, ar už jos ribų:

- 6 straipsniu iniciatorius, rėmėjas arba pirminis skolintojas įpareigojamas išlaikyti dalį sandorio rizikos (ne mažesnę kaip 5 proc. grynąją ekonominę dalį);
- 7 straipsniu iniciatorius, rėmėjas ir SPPVPS įpareigojami pateikti nurodytą informaciją investuotojui, kompetentingoms institucijoms ir, paprašius, potencialiems investuotojams;
- siekiant ateityje išvengti problemiško „rizikos kilmės ir paskirstymo modelio“ (angl. *originate-to-distribute model*), 9 straipsniu iniciatoriai, rėmėjai ir pirminiai skolintojai įpareigojami pakeistoms vertybiniais popieriais pozicijoms taikyti tuos pačius patikimus kredito suteikimo kriterijus, kuriuos jie taiko nepakeistoms vertybiniais popieriais pozicijoms.

Jungtinio komiteto nuomonėje išreikštas susirūpinimas dėl to, kad, kai parduodančiosios sandorio šalys yra įsikūrusios ir ES, ir už ES ribų, parduodantieji subjektai gali išvengti šių pagrindinių prievolių, nes ES priežiūros institucijos negali patraukti trečiosiose valstybėse esančių sandorio šalių atsakomybėn už šių prievolių pažeidimą. Todėl, Jungtinio komiteto nuomone, tos nuostatos turėtų būti aiškinamos taip, kad:

- tik ES įsisteigęs subjektas galėtų išlaikyti riziką;
- sandorio šalys būtų įpareigotos už informacijos teikimą atsakingu subjektu pasirinkti ES įsisteigusį subjektą;
- ES įsisteigusio subjekto atsakomybė būtų užtikrinti, kad tie patys patikimi ir aiškiai apibrėžti kredito suteikimo kriterijai būtų taikomi ir pakeistoms, ir nepakeistoms vertybiniais popieriais pozicijoms ir kad pakeistoms vertybiniais popieriais pozicijoms būtų taikomi tie patys kredito patvirtinimo ir atnaujinimo procesai kaip ir nepakeistoms vertybiniais popieriais pozicijoms.

Jungtinis komitetas pasiūlė atitinkamai išaiškinti šias nuostatas.

Be to, Jungtinis komitetas nustatė nenuoseklumą tarp Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamento 5 straipsnio 1 dalies b punkto ir 9 straipsnio, tačiau nepateikė aiškios rekomendacijos, kaip tai išspręsti: 9 straipsniu rėmėjas taip pat įpareigojamas užtikrinti patikimą kredito suteikimą, o atitinkamoje 5 straipsnio 1 dalies b punkto nuostatoje dėl išsamaus patikrinimo prievolės rėmėjas neminimas.

Konsultacijose dalyvavę respondentai į Jungtinio komiteto pasiūlymus atsakė taip:

- rinkos dalyviai prieštaravo tam, kad išlaikyti riziką būtų leidžiama tik ES įsisteigusiems subjektams. Rizikos išlaikytojai turėtų būti subjektai, faktiškai ir pakankamai kontroliuojantys vertybiniais popieriais pakeistą portfelį ir turintys jo dalį; tai neturėtų priklausyti nuo jurisdikcijos.
- Be to, dėl Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamento 7 straipsnyje nustatytų skaidrumo reikalavimų didžioji dauguma respondentų (daugiausia sektoriaus atstovų) prieštaravo tam, kad ES įsisteigusiam subjektui būtų nustatyta prievolė atskleisti informaciją, ir pabrėžė, kad subjektas, tinkamiausias teikti informaciją, gali būti įsikūręs ir ne ES. Dauguma atsakiusių priežiūros institucijų labiau pritarė Jungtinio komiteto pasiūlymui. Vis dėlto pažymėtina, kad atsakymus pateikė tik kelios priežiūros institucijos.
- Taip pat išsiskyrė nuomonės dėl to, ar turėtų būti privaloma, kad kredito suteikimo standartų tikrinimą pagal Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamento 9 straipsnį atliktų ES įsisteigęs subjektas. Trys ketvirtadaliai respondentų (įskaitant daugumą sektoriaus respondentų) prieštaravo tam, kad šios pareigos būtų iš tinkamo subjekto perduotos ES įsikūrusiam subjektui.

Galiausiai, konsultuojantis atrodė, kad respondentai apskritai sutaria dėl to, kad reikėtų pašalinti nustatytą nenuoseklumą tarp Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamento 5 straipsnio 1 dalies b punkto ir 9 straipsnio.

## Komisijos vertinimas

Komisija pažymi, kad Jungtinio komiteto siūlomas Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamento 6, 7 ir 9 straipsnių aiškinimas nėra pagrįstas teisiniu tekstu. Komisija mano, kad toks siauras aiškinimas taip pat nėra būtinas norint pasiekti teisėkūros tikslą, kurio siekiama 6, 7 ir 9 straipsnių nuostatomis, t. y. užtikrinti, kad visi pakeitimo vertybiniais popieriais sandoriai, kuriuose dalyvauja šalys iš ES, atitiktų tam tikrus struktūros ir kokybės reikalavimus. Nors neabejotinai pageidautina, kad šių reikalavimų vykdymą tiesiogiai užtikrintų ES priežiūros institucijos, reikėtų prisiminti, kad tai veiksmingai pasiekiama ir Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamento 5 straipsnyje instituciniam

investuotojui nustatytomis išsamaus patikrinimo prievolėmis. Pagal šias prievoles instituciniai investuotojai prieš investuodami į pakeitimą vertybiniais popieriais turi patikrinti, ar parduodančiosios sandorio šalys, nepriklausomai nuo jų buvimo vietos, laikosi atitinkamų prievolių pagal šį reglamentą. ES instituciniai investuotojai negali investuoti į pakeitimą vertybiniais popieriais, jeigu nustatoma, kad parduodantieji subjektai nesilaiko šių prievolių. Toliau tai išdėstyta išsamiau:

- Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamento 6 straipsnyje nustatyto rizikos išlaikymo reikalavimo pagrindinis tikslas – suderinti pakeitimo vertybiniais popieriais emitento ir investuotojo interesus. Taigi, ši nuostata priimta investuotojo interesų labui. Todėl nemanoma, kad Jungtinio komiteto siūlomas siauras 6 straipsnio aiškinimas yra reikalingas, nes vykdant investuotojo pareigą atlikti tikrinimą pagal 5 straipsnį veiksmingai užtikrinama, kad reikalavimo išlaikyti riziką būtų laikomasi dėl visų pakeitimo vertybiniais popieriais priemonių, kurias įsigyja ES investuotojai. Jei rizikos išlaikymo nuostatos tikslą galima pasiekti šiuo būdu, labiau intervencinis Jungtinio komiteto aiškinimas arba Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamento dalinis keitimas šiuo atžvilgiu neatrodo reikalingas.
- Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamento 7 straipsnyje nustatytos prievolės yra bendros prievolės, už kurių vykdymą visiškai atsakingas kiekvienas subjektas, nesvarbu, ar jis yra pakeitimo vertybiniais popieriais iniciatorius, rėmėjas ar SPPVPS. Taigi, jeigu tik vienas iš tų parduodančiųjų subjektų yra įsikūręs ES, jis turi teisinę prievolę atskleisti visą 7 straipsnyje reikalaujamą informaciją, net jeigu jis nėra subjektas, paskirtas vykdyti informacijos atskleidimo reikalavimus. Gali būti užtikrinama, kad ES įsikūrę parduodantieji subjektai vykdytų šią prievolę, net jeigu paskirtas už informacijos teikimą atsakingas subjektas yra įsisteigęs už ES ribų.
- Komisija mano, kad prievolę pagal Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamento 9 straipsnį gali prasmingai atlikti tik procese dalyvaujantis kreditą teikiantis subjektas, nepriklausomai nuo to, ar jis įsikūręs ES, ar ne. Komisija sutinka, kad šios prievolės vykdymą būtų geriausia prižiūrėti ir užtikrinti tada, kai ją vykdytų ES subjektas, ir pažymi, kad ES investuotojai turi būti informuoti, jog taip gali būti ne visais atvejais. ES įsisteigusiam investuotojui leidžiama investuoti tik į tokius sandorius, dėl kurių galima patikrinti ir įsitikinti, kad laikomasi 9 straipsnyje nustatytų prievolių.

Galiausiai paminėtina, kad Komisija atkreipė dėmesį į nenuoseklumą tarp 5 straipsnio 1 dalies b punkto ir 9 straipsnio ir ketina išspręsti šį klausimą per kitą Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamento peržiūrą. Komisija pažymi, kad šis nenuoseklumas neturi jokio neigiamo poveikio praktikoje. Jei tiesa, kad rėmėjas (kaip apibrėžta Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamente) netaiko jokių kredito suteikimo standartų todėl, kad neteikia kredito savo sąskaita, pagal 9 straipsnio 1 dalį tas rėmėjas praktiškai negali turėti galiojančios tiesioginės prievolės.

## 11.2. Perkančiųjų šalių prievolės. Atskleidžiamos informacijos prieinamumas

**Pagrindinė informacija ir nustatyti faktai**

Pagal Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamento 5 straipsnio 1 dalies e punktą instituciniai investuotojai prieš investuodami į pakeitimą vertybiniais popieriais turi patikrinti, ar informacija, kurios reikalaujama pagal to reglamento 7 straipsnį, yra teikiama nustatytu dažnumu ir numatytomis sąlygomis. Investicijų į pakeitimą vertybiniais popieriais trečiojoje valstybėje, kai nė viena iš parduodančiųjų šalių nėra įsikūrusi ES, atveju dėl to kyla klausimas, ar šios investicijos yra leistinos tik jeigu 7 straipsnyje nurodyta informacija pateikiama naudojant ESMA šablonus, o viešo pakeitimo vertybiniais popieriais atveju – per pakeitimo vertybiniais popieriais duomenų saugyklą. Taip pat dėl to kyla klausimas, ar reikia patikrinti, ar pateikta informacija visiškai atitinka ESMA techniniame

reguliavimo standarte dėl informacijos atskleidimo[34] nustatytus reikalavimus, ir, visų pirma, ar dėl visų pakeitimo vertybiniais popieriais pagrindinių pozicijų yra prieinami su kiekviena atskira paskola susiję duomenys. Taip aiškinant 5 straipsnio 1 dalies e punktą, ES instituciniai investuotojai negalėtų investuoti į šių sąlygų neatitinkantį pakeitimą vertybiniais popieriais trečiojoje valstybėje. Jungtinio komiteto pateikta informacija ir per konsultacijas gauti atsiliepimai aiškiai rodo, kad rinkos dalyviai šiuo metu skirtingai aiškina ir taiko 5 straipsnio 1 dalies e punkto reikalavimus.

Jungtinio komiteto nuomonėje pasisakoma už didesnį lankstumą, kad pakeitimo vertybiniais popieriais trečiojoje valstybėje atveju tikrinimą būtų galima laikyti atliktu, net jei ne visi ES skaidrumo reikalavimai būtų visais atžvilgiais įvykdyti. Šiuo tikslu Jungtinis komitetas pasiūlė nustatyti trečiosios valstybės skaidrumo reikalavimų lygiavertiškumo režimą, taikytiną pakeitimui vertybiniais popieriais trečiosiose valstybėse. Taip būtų galima patikrinti pakeitimo vertybiniais popieriais trečiojoje valstybėje atitiktį 7 straipsnyje nustatytiems skaidrumo reikalavimams, jeigu viena iš trečiosios valstybės parduodančiųjų sandorio šalių būtų pateikusi informaciją apie atitinkamą pakeitimą vertybiniais popieriais pagal savo valstybės reikalavimus, taikomus pakeitimui vertybiniais popieriais, ir jeigu šios valstybės skaidrumo režimas būtų pripažintas lygiaverčiu ES skaidrumo taisyklėms.

Konsultacijų metu didžioji dauguma sektoriaus suinteresuotųjų subjektų prisijungė prie raginimo suteikti daugiau lankstumo. Jie teigė, kad toks 5 straipsnio 1 dalies e punkto teisinis aiškinimas, pagal kurį instituciniai investuotojai pakeitimo vertybiniais popieriais trečiojoje valstybėje atveju privalo patikrinti, ar gavo visą informaciją pagal 7 straipsnį, sudaro nepalankias konkurencines sąlygas ES instituciniams investuotojams. Labai nedaug respondentų pritarė idėjai nustatyti lygiavertiškumo režimą, kaip pasiūlyta Jungtinio komiteto nuomonėje. Kai kurie kiti respondentai, kurie nėra sektoriaus dalyviai, prieštaravo lankstumo didinimui investicijų į pakeitimą vertybiniais popieriais trečiosiose valstybėse atveju, tačiau rekomendavo apskritai supaprastinti informacijos teikimo reikalavimus.

## Komisijos vertinimas

Komisija pripažįsta, kad kyla 5 straipsnio 1 dalies e punkto teisinio aiškinimo klausimų, ir atkreipia dėmesį į skirtingus šio dalyko aiškinimus. Tačiau Komisija laikosi nuomonės, kad aiškinant šią nuostatą labai svarbu atsižvelgti į teisėkūros tikslą, kurio siekta nustatant tikrinimo pareigą pagal Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamento 5 straipsnio 1 dalies e punktą. Remdamosi patirtimi po didžiosios finansų krizės, ES teisėkūros institucijos siekė užtikrinti, kad ateityje ES instituciniai investuotojai į pakeitimą vertybiniais popieriais atliktų tinkamą išsamų patikrinimą prieš bet kokį investavimą ir kad jie turėtų visą reikalingą informaciją. Teisėkūros institucijos 7 straipsnyje nurodė informaciją, kurią privaloma atskleisti investuotojams. Taigi, teiktinos informacijos apimties diferencijavimas pagal tai, ar pakeitimo vertybiniais popieriais emitentai yra ES subjektai, ar trečiosiose valstybėse įsisteigę subjektai, neatitinka to teisėkūros tikslo, nes siekiant, kad ES įsisteigę instituciniai investuotojai tinkamai atliktų išsamų patikrinimą, neturi reikšmės tai, ar pakeitimas vertybiniais popieriais inicijuotas ES, ar už ES ribų. Taigi, kol atitinkama teisinė nuostata nėra iš dalies pakeista, nėra tinkama aiškinti 5 straipsnio 1 dalies e punkto taip, kad instituciniams investuotojams būtų palikta diskrecija spręsti, ar jie gavo iš esmės palyginamą informaciją, ar ne.

Nepaisant to, kas išdėstyta, Komisija žino, kad pagal dabartinį 5 straipsnio 1 dalies e punkto tekstą kartu su 7 straipsnyje nustatytomis taisyklėmis (taigi, kartu su atitinkamu techniniu standartu) ES

[34] 2019 m. spalio 16 d. Komisijos deleguotasis reglamentas (ES) 2020/1224, kuriuo Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas (ES) 2017/2402 papildomas techniniais reguliavimo standartais, kuriais nustatoma iniciatoriaus, rėmėjo ir SPPVPS teiktina pakeitimo vertybiniais popieriais informacija ir duomenys, OL L 289, 2020 9 3, p. 1– 216.

instituciniai investuotojai faktiškai negali investuoti į tam tikrus pakeitimo vertybiniais popieriais sandorius trečiosiose valstybėse. Taip yra ne todėl, kad šie sandoriai negalėtų iš esmės atitikti ES reglamentavimo sistemos nuostatų, o paprasčiausiai todėl, kad parduodančiosios šalys trečiojoje valstybėje gali būti nesuinteresuotos pateikti reikiamą informaciją pagal 7 straipsnyje nustatytas procedūras. Nors šį klausimą galbūt vertėtų nuodugniai apsvarstyti numatant Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamento dalinį pakeitimą ateityje, Komisija mano, kad numatomos priemonės, kuriomis bus iš dalies pakeisti techniniai standartai, kuriuose nustatyti skaidrumo reikalavimai pagal 7 straipsnį (žr. 5 ir 6 skirsnius), gali padėti sušvelninti nepalankias konkurencines sąlygas ES instituciniams investuotojams. Taip yra todėl, kad ir trečiųjų valstybių parduodančiosioms šalims taip bus lengviau pateikti reikiamą informaciją.

## 11.3. Perkančiųjų šalių prievolės. AIFV investuotojai

### Pagrindinė informacija ir nustatyti faktai

Jungtinio komiteto nuomonėje nurodyta, kad reikia tam tikrų teisinių paaiškinimų dėl alternatyvaus investavimo fondų valdytojų (AIFV), veikiančių kaip instituciniai investuotojai į pakeitimą vertybiniais popieriais. Pirma, nebuvo aišku, ar Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamente pateikta institucinio investuotojo apibrėžtis apimtų ne ES AIFV, valdantį alternatyvaus investavimo fondus (AIF) arba platinantį jų investicinius vienetus ar akcijas ES, net jeigu toks platinimas ES yra tik neviešas. Antra, nebuvo aišku, ar institucinio investuotojo (kuriam taikomi išsamūs reikalavimai dėl išsamaus patikrinimo) apibrėžtis taip pat apima nustatytos ribos nesiekiančius AIFV[35].

Konsultacijų metu paaiškėjo, jog akivaizdi dauguma respondentų pritaria tam, kad būtų pateikti paaiškinimai, tačiau išsiskyrė nuomonės dėl to, kaip tie paaiškinimai turėtų būti rengiami. Tie, kurie pritaria, kad būtų apimami ir nustatytos ribos nesiekiantys AIFV, ir trečiųjų valstybių AIFV, kurie platina AIF investicinius vienetus ar akcijas ir valdo AIF Europos Sąjungoje, pabrėžia, kad reikia sudaryti vienodas sąlygas visiems AIFV, veikiantiems pakeitimo vertybiniais popieriais rinkoje.

Kita vertus, kai kurie respondentai abejojo, ar nustatytos ribos nesiekiančių AIFV įtraukimas būtų proporcingas. Respondentai, kurie prieštaravo ES išsamaus patikrinimo reikalavimų taikymui trečiųjų valstybių AIFV, valdantiems fondus arba platinantiems jų investicinius vienetus ar akcijas ES, pabrėžė, kad dėl tokio aiškinimo Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamento taikymas taptų eksteritorinis. Jie taip pat teigė, kad dėl to atsirastų nepagrįstas skirtumas tarp fondų ir kitų produktų, kuriems taikomus išsamaus patikrinimo reikalavimus reguliuoja institucinio investuotojo buveinės valstybės reguliavimo institucija. Galiausiai, kai kurie respondentai pažymėjo, kad iš esamo teisinio teksto neaišku, ar reikalavimas, kad AIFV ne ES valstybėje taikytų ES išsamaus patikrinimo taisykles, būtų taikomas tik fondams, kurie valdomi ir kurių investiciniai vienetai ar akcijos platinami ES, ar, AIFV valdant vieną fondą arba platinant jo investicinius vienetus ar akcijas ES, ši prievolė apimtų visus fondus, kurių investicinius vienetus ar akcijas platina arba kuriuos valdo šis trečiosios valstybės AIFV.

### Komisijos vertinimas

Komisija pažymi, kad 2 straipsnio 12 dalies, t. y. nuostatos, kuria apibrėžiami instituciniai investuotojai Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamente, d punkte konkrečiai daroma nuoroda į Alternatyvaus investavimo fondų valdytojų (AIFV) direktyvos nuostatą, kurioje AIFV apibrėžiamas neskiriant subjektų, kurie viršija minėtą ribą arba jos nesiekia. Taigi, pagal teisinio teksto formuluotę ir nustatytos ribos nesiekiantys AIFV aiškiai turi būti laikomi instituciniais investuotojais, kaip

[35] Nustatytos ribos nesiekiantis AIFV – smulkus AIFV, kuriam taikoma *de minimis* išimtis ir kuris dėl to privalo laikytis tik AIFV direktyvos (ir savo konkrečios valstybės narės įgyvendinimo teisės aktų) dėl registravimo ir informacijos teikimo prievolių, tačiau nesinaudoja prekybos pasu.

apibrėžta Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamente. Šį aiškinimą patvirtina ir teisėkūros tikslas, išreikštas 5 straipsnyje nustatytais išsamaus patikrinimo reikalavimais, – apsaugoti ES investuotojus nuo būsimos rizikos, siejamos su pakeitimo vertybiniais popieriais investicijomis, daromomis be išankstinio išsamaus patikrinimo ir be įsigyjamo produkto tinkamo supratimo.

Šis teisėkūros tikslas taip pat suteikia svarių argumentų Komisijai aiškinant, kad trečiųjų valstybių AIFV, kurie platina fondų investicinius vienetus ar akcijas ir valdo fondus ES, turi laikytis Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamento išsamaus patikrinimo reikalavimų dėl visų savo pakeitimo vertybiniais popieriais investicijų. Jeigu būtų laikoma, kad išsamaus patikrinimo taisyklės trečiųjų valstybių AIFV, platinantiems fondų investicinius vienetus ar akcijas ES, netaikomos, tai galėtų pakenkti visapusiškai investuotojų apsaugai, kurios siekė teisėkūros institucijos. Dėl tokio aiškinimo šios taisyklės netampa „ekstrateritorinės“, nes jomis reglamentuojama veikla – fondo valdymas ar jo investicinių vienetų arba akcijų platinimas ES – yra vykdoma ES viduje. Be to, atsižvelgiant į teisėkūros tikslą, tampa aišku, kad Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamento 2 straipsnio 12 dalies d punkto plati formuluotė turėtų būti taikoma tik tiems fondams, kurių investicinius vienetus ar akcijas trečiosios valstybės AIFV platina ir kuriuos AIFV valdo ES, tačiau ji neturėtų būti suprantama kaip apimanti to paties AIFV vykdomą valdymo ir investicinių vienetų ar akcijų platinimo veiklą, kuri neturi ryšio su ES. Komisija apsvarstys poreikį, konkrečiai siekiant pašalinti bet kokį teisinį netikrumą, iš dalies pakeisti 2 straipsnio 12 dalies d punkto formuluotę būsimame pasiūlyme dėl Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamento dalinio pakeitimo.

# 12. Pakeitimo vertybiniais popieriais priežiūra

## Pagrindinė informacija ir nustatyti faktai

Jungtinio komiteto ataskaitoje dėmesys skirtas išsamaus patikrinimo, rizikos išlaikymo, skaidrumo, privataus pakeitimo vertybiniais popieriais ir PSS reikalavimų laikymosi priežiūrai. Jis atkreipė dėmesį į tam tikras galimas rinkos priežiūros problemas, tačiau neragino keisti teisės aktų, o rekomendavo suteikti priežiūros institucijoms daugiau gairių ir aiškumo, kad būtų užtikrintas efektyvus ir nuoseklus Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamento įgyvendinimas. Be to, Jungtinio komiteto ataskaitoje argumentuota, kad priežiūros institucijoms sunku gauti informaciją apie privatų pakeitimą vertybiniais popieriais, nes ji nėra prieinama per pakeitimo vertybiniais popieriais duomenų saugyklą.

Konsultacijų metu rinkos dalyviai nurodė valstybių narių priežiūros metodų skirtumus ir pabrėžė, kad dėl to gali atsirasti netikrumo. Nurodyta, kad kompetentingos institucijos skirtingai aiškina Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamentą ir nevienodai aktyviai dalyvauja priežiūros procese.

Apskritai suinteresuotieji subjektai ragino užtikrinti nuoseklumą, didesnį koordinavimą tarp priežiūros institucijų (turint omenyje, kad dažnai kelios kompetentingos institucijos dalyvauja prižiūrint vieną sandorį) ir proporcingą požiūrį į tai, kad būtų vengiama skirtingos praktikos. Jie pabrėžė, kad nereikia jokių papildomų reikalavimų (net ir tokių, kurie nustatomi techniniais reguliavimo standartais), ir teikė pirmenybę Europos priežiūros institucijų jungtinio komiteto priežiūros gairėms.

Galiausiai, kelios kompetentingos institucijos argumentavo, kad turėtų būti viena pagrindinė priežiūros institucija, išrinkta iš kompetentingų institucijų, dalyvaujančių prižiūrint pakeitimo vertybiniais popieriais sandorį. Jų požiūriu, ta pagrindinė priežiūros institucija koordinuotų dalijimąsi informacija tarp priežiūros institucijų, visų pirma tokiomis aplinkybėmis, kai įvairios priežiūros institucijos dalyvauja tikrinant atitiktį įvairiems Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamento reikalavimams.

## Komisijos vertinimas

Komisija pripažįsta, kad kompetentingoms institucijoms gali reikėti daugiau laiko norint įgyti pakankamai patirties, – taip yra iš dalies dėl to, kad kai kurie techniniai reguliavimo standartai priimti pavėluotai. Tačiau iki šiol nepranešta apie jokius didelius priežiūros trūkumus, visų pirma, nėra problemų, dėl kurių reikėtų keisti teisės aktus. Komisija mano, kad tai rodo bendrą priežiūros sistemos tinkamumą.

Vis dėlto šiame etape atkreiptas dėmesys į kelias sritis, kuriose būtų naudinga didesnė konvergencija ir sustiprintas koordinavimas tarp priežiūros institucijų. Komisija mano, kad skirtinga priežiūros praktika ir dėl to atsirandantis teisinis netikrumas gali lemti nevienodas sąlygas ir kliudo pakeitimo vertybiniais popieriais rinkos augimui. Reikėtų pateikti gairių, kad būtų išvengta skirtumų aiškinant Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamentą ir kompetentingoms institucijoms dalyvaujant priežiūros procese. Visų pirma reikėtų užtikrinti labiau suderintą kompetentingų institucijų požiūrį į PSS reikalavimų laikymosi stebėseną. Jungtinis komitetas galėtų pateikti tokių gairių, kad būtų toliau gerinamas bendras taisyklių, geriausios praktikos ir priežiūros priemonių supratimas siekiant užtikrinti nuoseklų požiūrį į priežiūrą ES lygmeniu.

Komisija žino, kad pakeitimo vertybiniais popieriais rinka yra ne visoje ES vienodai išvystyta ir kad tai turi poveikį įvairių priežiūros institucijų patirties lygiui. Todėl Komisija pritaria Jungtinio komiteto ataskaitoje pateiktai rekomendacijai parengti bendrą ES geriausios praktikos vadovą nacionalinėms priežiūros institucijoms.

Tarpusavio vertinimai yra kita svarbi ir veiksminga priemonė konvergencijai skatinti; jie galėtų suteikti prasmingų įžvalgų dėl skirtingos su PSS kriterijais susijusios kompetentingų institucijų praktikos, apie kurią pranešė suinteresuotieji subjektai. Todėl Komisija apgailestauja, kad, nepaisant Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamento 36 straipsnio 7 dalyje nustatytos prievolės, iki šiol PSS kriterijų įgyvendinimo tarpusavio vertinimų neatlikta ir artimiausioje ateityje neplanuojama atlikti. Paaiškėjo, kad klausimų ir atsakymų procesas yra veiksminga priemonė konvergencijai užtikrinti, ir turėtų būti užtikrinamas greitas iškeltų klausimų nagrinėjimas.

Kaip nurodyta ir Jungtinio komiteto ataskaitoje dėl PSS reikalavimų, atsakomybės už priežiūrą išskaidymas iš dalies kelia sunkumų stiprinti su priežiūra susijusią kompetenciją ir patirtį. Šiuo atžvilgiu Komisija mano, kad ilgainiui būtų naudinga nuodugniai ištirti galimybę turėti pagrindinę priežiūros instituciją. Atliekant šį vertinimą taip pat turėtų būti apsvarstyta tinkamiausia priemonė, kaip tai padaryti, pavyzdžiui, parengiant gaires priežiūros institucijoms arba iš dalies pakeičiant Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamentą.

Galiausiai dėl teiginių, kad priežiūros institucijoms sunku gauti informacijos apie privatų pakeitimą vertybiniais popieriais, Komisija pažymi, kad pagal teisinį reikalavimą parduodančiosioms šalims pateikti informaciją priežiūros institucijai pagal 7 straipsnį vieši ir privatūs sandoriai neskiriami. Be to, Komisija laikosi nuomonės, kad Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamente yra numatytos visos priežiūros priemonės, kurių gali reikėti šios prievolės vykdymui užtikrinti.

# 13. Pakeitimo vertybiniais popieriais prudencinė tvarka

Pagal Kapitalo reikalavimų reglamento (KRR) 519a straipsnį Komisija turi pateikti teisėkūros institucijoms ataskaitą dėl tam tikrų to reglamento dalies, kuria reglamentuojamas pakeitimas vertybiniais popieriais, nuostatų taikymo „atsižvelgiant į pakeitimo vertybiniais popieriais rinkų pokyčius, be kita ko, vertinant makroprudenciniu ir ekonominiu požiūriu“. Prireikus turėtų būti pridėtas pasiūlymas dėl teisėkūros procedūra priimamo akto. Komisija manė, kad rengiant tokią ataskaitą, atsižvelgiant į sudėtingas pastarųjų metų rinkos sąlygas, yra tikslinga plačiu mastu atlikti visos pakeitimo vertybiniais popieriais prudencinės sistemos veikimo vertinimą.

***Kvietimas pateikti rekomendacijų***

Šiomis aplinkybėmis konsultacijos apėmė įvairius klausimus dėl ES pakeitimo vertybiniais popieriais prudencinės sistemos veikimo. Be to, 2021 m. spalio 17 d. Komisija Europos priežiūros institucijų jungtiniam komitetui pateikė kvietimą pateikti rekomendacijų, prašydama jo įvertinti, ar pakeitimo vertybiniais popieriais prudencinė sistema atitinka numatytą tikslą – padėti atgaivinti ES pakeitimo vertybiniais popieriais rinką, kartu palaikant tinkamą atsargumo lygį. Jungtinio komiteto paprašyta pateikti savo rekomendacijas iki 2022 m. rugsėjo 1 d.

Komisija taip pat vertina kapitalo reikalavimų, taikomų draudimo ir perdraudimo įmonių investicijoms į pakeitimo vertybiniais popieriais segmentus, kalibravimo tinkamumą. Šie klausimai taip pat įtraukti į minėtas konsultacijas ir į Europos priežiūros institucijų jungtiniam komitetui pateiktą kvietimą pateikti rekomendacijų.

Komisija lauks Jungtinio komiteto rekomendacijų ir patarimų. Atsižvelgdama į konsultacijų metu gautas rekomendacijas ir atsiliepimus, Komisija įvertins pakeitimo vertybiniais popieriais prudencinės sistemos galimų pakeitimų tinkamumą ir patogumą.

### *Reikšmingas rizikos perleidimas*

Vienas pagrindinių tikslų, kuriais grindžiamas pakeitimas vertybiniais popieriais iš iniciatoriaus perspektyvos, yra gauti kapitalo lengvatą, susijusią su vertybiniais popieriais pakeisto turto portfeliu, palyginti su reguliuojamojo kapitalo suma, kurią iniciatorius privalo turėti dėl to paties portfelio prieš atlikdamas pakeitimą vertybiniais popieriais.

Kapitalo lengvata suteikiama pagal įvairias kiekybines ir kokybines sąlygas, nurodytas KRR 244 ir 245 straipsniuose (reikšmingo rizikos perleidimo sistema, toliau – RRP sistema), kuriomis užtikrinama, kad iniciatorius nepatirtų reikšmingos kapitalo nepakankamumo rizikos dėl vertybiniais popieriais pakeisto turto portfelio. Taigi, kompetentingos institucijos turi įvertinti, ar pakeitimas vertybiniais popieriais, dėl kurio iniciatoriai siekia gauti kapitalo lengvatą, atitinka tuose straipsniuose nustatytas RRP sąlygas.

Todėl RRP sistema yra itin svarbi siekiant užtikrinti bankų iniciatorių saugumą ir patikimumą, taip pat skatinti bendrą pasitikėjimą rinka.

2020 m. lapkričio 23 d. ataskaitoje[36] EBI pateikė Komisijai kelias rekomendacijas dėl RRP vertinimo praktikos ir procesų suderinimo. Galiausiai EBI taip pat įtraukė rekomendacijų, kaip supaprastinti ir patobulinti KRR 245 ir 246 straipsniuose nustatytą RRP testavimą.

Sektoriaus atstovai nurodė, kad dėl RRP sistemos kyla kelios kliūtys sklandžiam ir veiksmingam pakeitimo vertybiniais popieriais rinkos veikimui, ir paragino, kad ši sistema būtų taikoma skaidriau, nuosekliau ir efektyviau. Konsultacijų metu Komisija gavo sektoriaus atstovų atsiliepimų apie tam tikrus EBI ataskaitos, pateiktos dėl reikšmingo rizikos perleidimo, aspektus.

Atsižvelgdama į EBI rekomendacijas ir sektoriaus atsiliepimus, Komisija šiuo metu svarsto, ar būtų naudinga ir patogu pasinaudoti KRR 244 straipsnio 6 dalyje ir 245 straipsnio 6 dalyje nustatytais įgaliojimais siekiant padidinti RRP sistemos suderinimą, kad ji taptų efektyvesnė, skaidresnė ir nuoseklesnė.

[36] Ataskaita dėl RRP praktikos ir procesų suderinimo pagal KRR 244 straipsnio 6 dalyje ir 245 straipsnio 6 dalyje nurodytą deleguotąjį aktą, https://www.eba.europa.eu/eba-calls-european-commission-harmonise-significant-risk-transfer-assessment-securitisation.

# 14. Išvada

Naujoji ES pakeitimo vertybiniais popieriais sistema pradėta taikyti tik 2019 m., o kai kurie nauji elementai į ją įtraukti tik 2021 m. balandžio mėn. Sistemos visapusiškas įgyvendinimas tebevyksta, o keli techniniai reguliavimo standartai teberengiami. Be to, klausimai dėl jurisdikcinės taikymo srities rodo, pavyzdžiui, kad tiek rinkos dalyviai, tiek priežiūros institucijos tebevykdo teisinių nuostatų perkėlimą į praktiką.

Todėl, Komisijos manymu, reikia daugiau laiko, kad būtų galima susidaryti visapusišką naujosios pakeitimo vertybiniais popieriais sistemos poveikio vaizdą. Tai dar svarbiau todėl, kad ypatingi išorės veiksniai, tokie kaip COVID-19 pandemija ir centrinių bankų skatinamoji pinigų politika tuo laikotarpiu, galėjo turėti reikšmingos įtakos tam, kaip ES pakeitimo vertybiniais popieriais rinka vystėsi arba nesivystė nuo tada, kai pradėta taikyti naujoji sistema.

Vis dėlto ši teisiškai privaloma peržiūra yra gera proga preliminariai įvertinti padėtį ir nuspręsti, ar yra sričių, kuriose reikia imtis neatidėliotinų veiksmų. Atsižvelgdama į visą gautą informaciją, Komisija mano, kad Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamentas reikšmingai prisideda siekiant 2017 m. teisės akto pagrindinio tikslo – sukurti ES pakeitimo vertybiniais popieriais rinką, kuri padėtų finansuoti ekonomiką, nekeliant rizikos finansiniam stabilumui. Naujoji PSS nuoroda yra vienas iš tam skirtų elementų ir padeda panaikinti stigmatizavimą, kurį ES pakeitimo vertybiniais popieriais rinkos patyrė po didžiosios finansų krizės. Apskritai atrodo, kad rinka veikia pakankamai gerai, nors lūkesčiai dėl labai dinamiškos, didėjančios apimties rinkos su didėjančiu dalyvių skaičiumi dar neišsipildė.

Vis dėlto per šį pirmąjį oficialų naujosios pakeitimo vertybiniais popieriais sistemos padėties įvertinimą taip pat iškelti keli su naująja sistema susiję klausimai, laikomi turinčiais įtakos tam, kad ES pakeitimo vertybiniais popieriais rinka iki šiol neaugo tiek, kiek tikėjosi naujosios sistemos iniciatoriai.

Dėl pakeitimo vertybiniais popieriais prudencinės tvarkos, daugelio sektoriaus suinteresuotųjų subjektų laikomos konservatyvesne nei ta, kuri taikoma panašiems produktams su panašiu rizikos profiliu, Komisija pateikė Europos priežiūros institucijų jungtiniam komitetui kvietimą pateikti rekomendacijų, kad būtų galima nuodugniau išnagrinėti padėtį. Gavusi šią informaciją Komisija įvertins, ar reikia pakeitimų, ar ne.

Susirūpinimas dėl kitos naujosios sistemos dalies – Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamento – daugiausia susijęs su rinkos dalyvių tvirtinimu, kad dabartinių skaidrumo prievolių laikymuisi reikia daug išteklių, tačiau tai neduoda daug papildomos naudos investuotojui, ypač privačių sandorių atveju. Apskritai Komisija pripažįsta, kad reikėtų kai ką tobulinti, tačiau mano, kad dėl peržiūros metu nustatytus trūkumus būtų galima pašalinti nekeičiant Pakeitimo vertybiniais popieriais reglamento. Atsižvelgdama į tai, Komisija ragina ESMA peržiūrėti techninius reguliavimo ir įgyvendinimo standartus, kuriuose išsamiai išdėstytos skaidrumo režimo nuostatos.

Dėl žaliojo pakeitimo vertybiniais popieriais sistemos suteiktais teisiniais įgaliojimais tinkamu metu atkreipiamas svarbus dėmesys į klausimą, kaip būtų galima pasinaudoti pakeitimu vertybiniais popieriais padedant finansuoti perėjimą prie tvarios ES ekonomikos, kartu išvengiant ekologinio manipuliavimo rizikos. Komisija sutinka su EBI ataskaitoje pateikta išvada, kad trumpuoju ir vidutiniu laikotarpiais atskira žaliojo pakeitimo vertybiniais popieriais žyma nėra reikalinga, ir ragina teisėkūros institucijas vietoj to tinkamai spręsti šį klausimą per vykstančias derybas dėl ES ŽOS sukūrimo. Komisijos nuomone, svarbu suteikti pakeitimo vertybiniais popieriais rinkai galimybę atlikti vaidmenį vykstant žaliajai pertvarkai ne tik todėl, kad siekiama toliau didinti pakeitimo vertybiniais popieriais naudą visuomenei, – tai reikalinga ir siekiant remti būsimą pačios ES pakeitimo vertybiniais popieriais rinkos plėtrą.

Komisija tebėra visiškai įsipareigojusi siekti tikslo sukurti pamatinę sistemą klestinčiai ir stabiliai ES pakeitimo vertybiniais popieriais rinkai. Tokia rinka yra būtina tikros kapitalo rinkų sąjungos sudedamoji dalis ir ateityje gali tapti dar svarbesnė ekonominės veiklos finansavimo uždaviniams spręsti kur kas sudėtingesnėje rinkos aplinkoje, kuri, atrodo, šiuo metu tebesikeičia. Todėl Komisija toliau atidžiai stebės pakeitimo vertybiniais popieriais rinką ir prireikus, kai bus tikslinga, imsis veiksmų, kad ES gautų visą klestinčios pakeitimo vertybiniais popieriais rinkos teikiamą naudą.