EUROOPAN
KOMISSIO

Bryssel 24.7.2020
COM(2020) 284 final

KOMISSION KERTOMUS EUROOPAN PARLAMENTILLE JA NEUVOSTOLLE

yksinkertaista, läpinäkyvää ja standardoitua synteettistä arvopaperistamista varten luotavasta erityisestä kehyksestä, joka on rajattu tasetta koskevaan synteettiseen arvopaperistamiseen

(ETA:n kannalta merkityksellinen teksti)

{SWD(2020) 120}

1. TAUSTA JA PERUSTELUT

Asetuksen (EU) 2017/2402[1], jäljempänä ’arvopaperistamisasetus’, 45 artiklan 1 kohdassa edellytetään, että Euroopan pankkiviranomainen, jäljempänä ’EPV’, julkaisee kertomuksen, jossa tarkastellaan mahdollisuutta toteuttaa erityinen yksinkertaisen, läpinäkyvän ja standardoidun, jäljempänä ’YLS’, synteettisen arvopaperistamisen kehys, joka on rajattu tasetta koskevaan synteettiseen arvopaperistamiseen. Tasetta koskeva synteettinen arvopaperistaminen tarkoittaa arvopaperistamisliiketoimia, joissa alullepaneva laitos, tyypillisesti pankki, käyttää rahoitustakauksia tai luottojohdannaisia siirtääkseen kolmansille osapuolille luottoriskin, joka liittyy sen taseessa olevaan määrättyyn vastuukantaan, jonka alkuperäinen luotonantaja se myös useimmissa tapauksissa itse on ollut. Arvopaperistetut vastuut ovat tyypillisesti yrityslainoja, pk-yritysten lainoja tai ulkomaankaupan rahoitusta – omaisuuseriä, joiden arvopaperistaminen perinteisellä tavalla on alullepanijalle eri syistä johtuen vaikeampaa tai vähemmän houkuttelevaa. Tasetta koskeva synteettinen arvopaperistaminen voidaan erottaa selvästi arbitraasiin liittyvästä synteettisestä arvopaperistamisesta, johon liittyy arvopaperistettavia vastuita, joita arvopaperistamisen alullepanija ei omista. Luottoriskin suojauksen sijaan arbitraasiin liittyvän synteettisen liiketoimen päätavoitteena on pyrkiä käyttämään hyväksi vastuukannan tai tuoteindeksien luoton laadusta saatavan hintaeron ja tuloksena saatavasta arvopaperistamistuotteesta maksettavan hintaeron välistä eroa.

Arvopaperistamisasetuksen johdanto-osan 24 kappaleessa myös kehotetaan EPV:ta määrittelemään asiankuuluvat kriteerit tällaiselle erityiselle kehykselle ”jotta voidaan edistää reaalitalouden ja erityisesti tällaisista arvopaperistamisista eniten hyötyvien pk-yritysten rahoittamista”.

Arvopaperistamisasetuksen 45 artiklan 2 kohdassa edellytetään, että komissio toimittaa Euroopan parlamentille ja neuvostolle kertomuksen YLS-arvopaperistamista koskevan erityisen kehyksen luomisesta tasetta koskevalle synteettiselle arvopaperistamiselle, edellä mainitun EPV:n kertomuksen perusteella, ja liittää siihen tarvittaessa lainsäädäntöehdotuksen.

EPV:n kertomus julkaistiin 6. toukokuuta 2020[2]. Kertomus perustuu EPV:n aikaisempaan, joulukuussa 2015[3] julkaistuun synteettistä arvopaperistamista tarkastelevaan kertomukseen, jossa annetut suositukset on jo otettu huomioon vakavaraisuusasetuksessa[4], jäljempänä ’CRR’, ja merkittävää riskinsiirtoa koskevassa tausta-asiakirjassa "Discussion Paper on Significant Risk Transfer"[5], joka julkaistiin syyskuussa 2017[6]. Merkittävä riskinsiirto on erityisen tärkeää synteettisen arvopaperistamisen kannalta, koska riskin siirtäminen ja siihen liittyvä pääomaa tukeva vaikutus ovat yksi tämän tyyppiseen arvopaperistamiseen ryhtymisen perusteista.

Valmistellessaan kertomustaan EPV julkaisi tausta-asiakirjan syyskuussa 2019 kahden kuukauden kuulemista varten. Koska useimmissa vastauksissa kannatettiin vahvasti sekä markkina-analyysiä että synteettisen arvopaperistamisen YLS-kehyksen kehittämisen perusteluja, EPV:n kertomuksen perustana on sidosryhmien laaja yhteisymmärrys sekä tällaisen kehyksen toteuttavuudesta että asiaankuuluvista kriteereistä, jotka sisällyttäisivät siihen synteettisen arvopaperistamisen.

---

[1] Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2017/2402, annettu 12 päivänä joulukuuta 2017, yleisestä arvopaperistamista koskevasta kehyksestä ja erityisestä kehyksestä yksinkertaiselle, läpinäkyvälle ja standardoidulle arvopaperistamiselle sekä direktiivien 2009/65/EY, 2009/138/EY ja 2011/61/EU ja asetusten (EY) N:o 1060/2009 ja (EU) N:o 648/2012 muuttamisesta.

[2] https://eba.europa.eu/eba-proposes-framework-sts-synthetic-securitisation

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

[4] Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2017/2401, annettu 12 päivänä joulukuuta 2017, luottolaitosten ja sijoituspalveluyritysten vakavaraisuusvaatimuksista annetun asetuksen (EU) N:o 575/2013 muuttamisesta.

[5] Merkittävää riskinsiirtoa edellytetään, jotta alullepaneva pankki voisi jättää arvopaperistetut vastuut riskipainotettujen omaisuuseriensä ulkopuolelle perinteisen arvopaperistamisen yhteydessä, tai laskea riskipainotetut omaisuuseränsä CRR-asetuksen 251 ja 252 artiklan mukaisesti synteettisten arvopaperistamisten yhteydessä.

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

2. TASEEN SYNTEETTISEN ARVOPAPERISTAMISEN ERITYISPIIRTEET

Synteettinen arvopaperistaminen ja perinteinen / aidon kaupan arvopaperistaminen eivät olennaisesti eroa toisistaan arvopaperistettujen vastuiden luonteen, riskin etuoikeusluokkiin jakamisen ja pääomarakenteiden osalta. Ne kuitenkin eroavat toisistaan huomattavasti siinä, millä tavoilla riski siirretään alullepanijalta sijoittajalle.

Perinteiseen arvopaperistamiseen sisältyy arvopaperien liikkeeseenlaskijan suorittama omaisuuserien tosiasiallinen laillinen siirto siten, että omistajuus tosiasiassa siirtyy arvopaperistamista varten perustetulle erillisyhtiölle (SSPE), joka saa siten oikeuden kyseisten omaisuuserien tuottamiin kassavirtoihin. Taseen synteettisessä arvopaperistamisessa riskin siirto toteutetaan alullepanijan ja sijoittajan välisen luottosuojasopimuksen (luottojohdannaisten tai rahoitustakausten) avulla siten, että alullepanijan omistuksessa olevat arvopaperistetut vastuut jäävät sen taseeseen. Tästä johtuu, että vaikka perinteinen arvopaperistaminen edellyttää sekä arvopaperistamista varten perustettua erillisyhtiötä että tosiasiallista arvopapereiden liikkeeseenlaskua, kumpikaan näistä ei ole täysin välttämätön synteettisessä arvopaperistamisessa.

Taseen synteettinen arvopaperistaminen on yleensä helpompi toteuttaa kuin perinteinen arvopaperistaminen, koska synteettinen mekanismi on joustavampi. Tämän lisäksi sen kustannukset ovat tavallisesti alhaisemmat ja se on nopeampi järjestää. Sen ansiosta alullepanija voi välttää oikeudelliset ja toimintaan liittyvät vaikeudet, joita voi ilmetä arvopaperistettujen vastuiden omistajuuden siirtoprosessissa perinteisen liiketoimen yhteydessä.

Viime vuosina taseen synteettisen arvopaperistamisen markkinakäytännöt ovat yksinkertaistuneet merkittävästi, ja toimialalta saatu näyttö viittaa siihen, että välineeseen liittyvä dokumentaatio on vähentynyt maailmanlaajuista finanssikriisiä edeltäneestä noin 500 sivusta nykyiseen alle 50 sivuun. Myös tämä viittaa siihen, että asiat ovat yksinkertaistuneet huomattavasti. [7]

Synteettisessä arvopaperistamisessa tapahtuva riskinsiirto ei riipu ainoastaan liiketoimen pääomarakenteesta (eli etuoikeusluokkiin jakautumisesta) ja alullepanijan mahdollisista tukimekanismeista (kuten aidon kaupan arvopaperistamisessa) vaan myös osapuolten välisen luottosuojasopimuksen piirteistä sekä sijoittajan luottokelpoisuudesta. Luottosuojaan turvautuminen, erityisesti silloin, kun se on takauksen luonteinen ja muun kuin julkisen suojan myyjän tarjoama, altistaa yksittäiset pankit vastapuoliriskille, ja jos suojan myyjiä on paljon, se voi luoda rahoitusjärjestelmään keskinäisiä yhteyksiä, joilla voi olla systeemisiä vaikutuksia (kuten vuosien 2008 ja 2009 finanssikriisi osoitti). Tästä huolimatta, kun molemmat osapuolet ryhtyvät liiketoimeen täysin tietoisina siihen liittyvistä riskeistä, alullepanijoiden ja sijoittajien etujen vastakkaisuuden riski vähenee, koska riskinhallinta on yhtä tärkeää sekä suojan myyjälle että suojan ostajalle.

Synteettinen arvopaperistaminen eroaa perinteisestä arvopaperistamisesta myös tarkoituksen osalta. Synteettisen arvopaperistamisen käytöstä onkin tullut monille pankeille hyödyllinen luottoriskin hallintaan ja pääoman hallintaan liittyvän toiminnan väline, koska sen avulla ne voivat siirtää luottoriskin tehokkaasti yksityisille pääomamarkkinoille ja vapauttaa näin sekä pääomaa että lainanannon kapasiteettia, mikä antaa niille mahdollisuuden jatkaa lainanantotoimintaa. Perinteistä arvopaperistamista käytetään puolestaan tavallisemmin rahoituksen hankintaan omaisuuserien myynnistä eikä niinkään riskinhallinnan välineenä.

3. MARKKINOIDEN TOIMIVUUS

Markkinadynamiikka

Kattavien tietojen puuttuminen synteettisen arvopaperistamisen markkinoiden kehityksestä ja toimivuudesta oli yksi tärkeimmistä syistä, joiden vuoksi YLS-nimike rajattiin perinteiseen

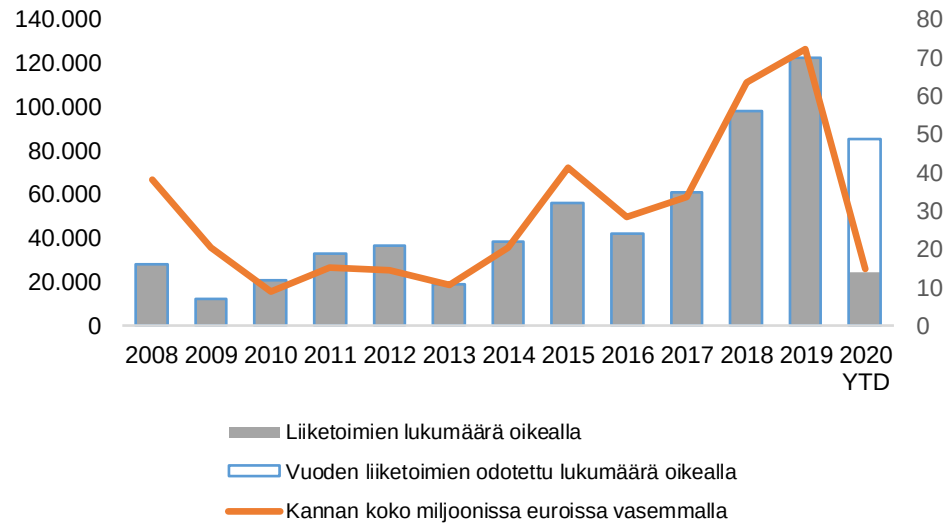
[7] Synthetic securitisation: Making a silent comeback, Deutsche Bank EU Monitor, 21. helmikuuta 2017.

arvopaperistamiseen asetuksessa (EU) 2017/2402. EPV korjasi tämän puutteen keräämällä i) tietoja taseen synteettiseen arvopaperistamiseen liittyvien liiketoimien määrästä vuodesta 2008 vuoden 2019 alkuun, ii) tietoja taseen synteettiseen arvopaperistamiseen liittyvästä maksukyvyttömyydestä samalta ajanjaksolta, iii) valvontatietoja liiketoimista, joissa on toteutunut merkittävä riskinsiirto, ja iv) toimialalta pyöreän pöydän kokouksessa maaliskuussa 2019 kerättyjä tietoja sekä muita markkina-analyysejä. Näistä merkittävistä toimista huolimatta kuva ei ole kuitenkaan kaikilta osin täydellinen, mikä johtuu suurelta osin siitä, että tämäntyyppiset liiketoimet ovat olleet luonteeltaan kahdenvälisiä ja yksityisiä maailmanlaajuisen finanssikriisin jälkeisinä vuosina. Lisäksi monet raportoiduista liiketoimista on pantu alulle viime vuosina, eivätkä ne näin ollen ole vielä käyneet läpi kokonaista suhdannejaksoa. Tämän lisäksi osa tiedoista kerättiin markkinaosapuolille suunnattujen kyselytutkimusten kautta, eikä otos näin ollen välttämättä ole täysin koko markkinoita edustava.

Kerätyistä tiedoista kävi ilmi, että vuoden 2008 finanssikriisi on muokannut peruseellisesti synteettisen arvopaperistamisen markkinoita. Ennen kriisiä synteettinen arvopaperistaminen saavutti huippunsa Euroopassa vuosina 2004–2005, jolloin sen volyymi oli yli 180 miljardia euroa, mikä johtui arbitraasiin liittyvien synteettisten liiketoimien suuresta tarjonnasta. Nämä viimeksi mainitut kärsivät merkittäviä tappioita kriisin aikana, mikä on osoituksena niiden monimutkaisuudesta, läpinäkyvyyden puutteesta ja etujen epätäydellisestä yhdenmukaisuudesta. Ne näyttävät suurelta osin kadonneen, ja markkinat koostuvat nyt pääasiassa taseeseen liittyvistä liiketoimista.

Liikkeeseenlaskua koskevat tiedot antavat viitteitä myönteisestä suuntauksesta. Muutaman finanssikriisiä seuranneen vuoden ajan synteettisten markkinoiden aktiivisuus vähentyi, mikä heijasti arvopaperistamisvälineen leimautumista. Viime vuosina nämä markkinat ovat kuitenkin elpyneet, minkä lisäksi sekä liiketoimien lukumäärä että niiden volyymi ovat olleet vakaassa kasvussa. International Association of Credit Portfolio Managers -yhdistyksen (IACPM) keräämien tietojen mukaan vuonna 2018 pantiin alulle noin 49 liiketointa, joiden kokonaisvolyymi oli 105 miljardia euroa, joka on suurin sitten finanssikriisin (ks. kaavio 1).

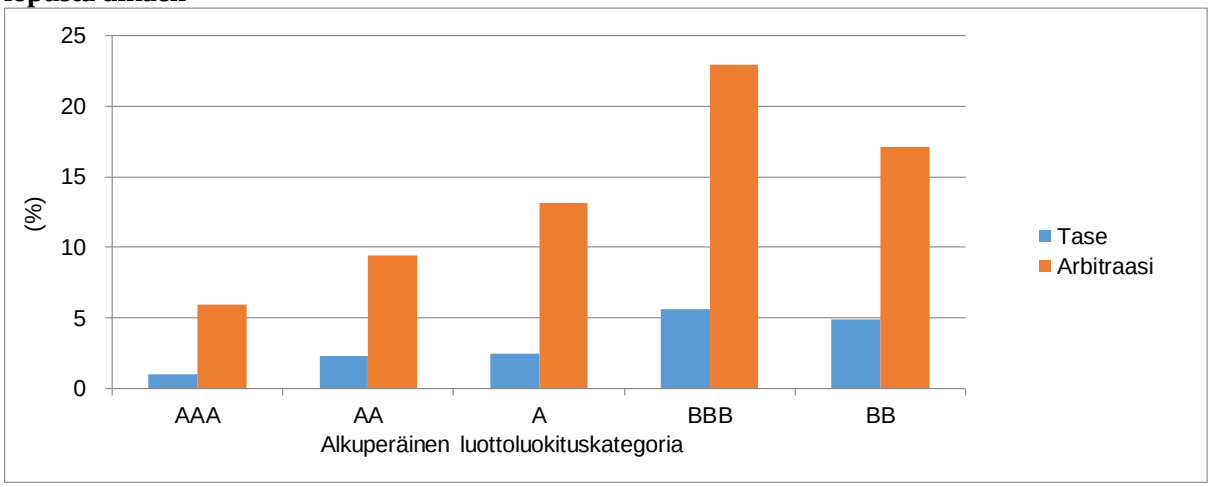
Kaavio 1: Taseen arvopaperistamisten liikkeeseenlasku Euroopassa maailmanlaajuisen finanssikriisin jälkeen



Lähde: EPV, IACPM

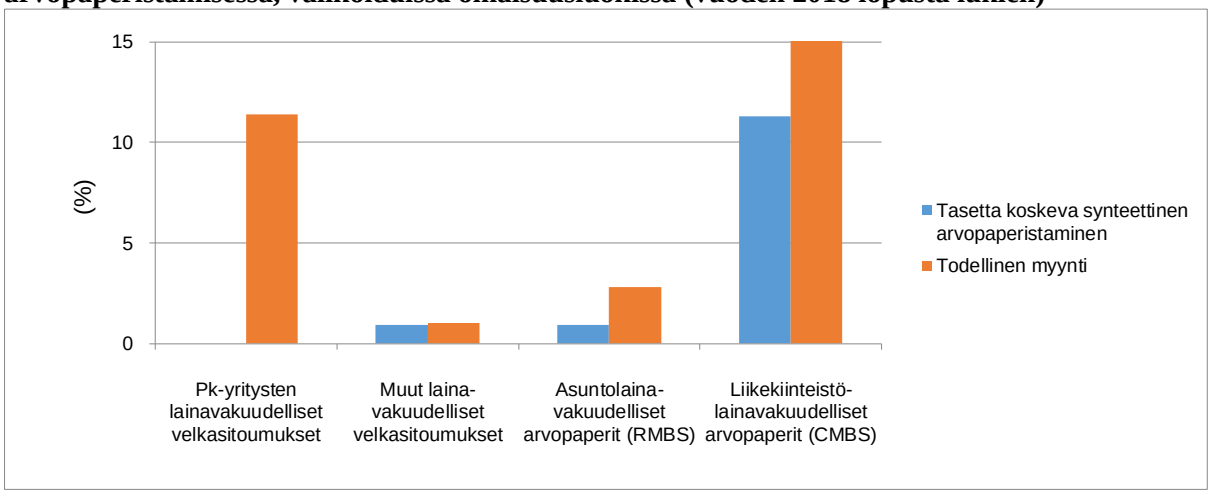
Euroopan synteettisen arvopaperistamisen markkinoiden luonteessa tapahtunutta muutosta ja taseeseen liittyvän osuuden hallitsevuutta voi selittää välineen alhainen maksukyvyttömyysaste jopa vuoden 2008 finanssikriisin aikana. EPV:n keräämien tietojen mukaan taseeseen sisältyviin liiketoimiin sijoittaneet sijoittajat ovat kärsineet huomattavasti alhaisempia tappioita kuin arbitraasiin liittyviin synteettisiin arvopaperistamisiin sijoittaneet (ks. kaavio 2). Itse asiassa taseeseen sisältyvien liiketoimien koko voimassaoloajan maksukyvyttömyysaste oli yleisesti myös perinteisiä arvopaperistamisia parempi kaikissa luokitusjärjestelmän luokissa ja omaisuusluokissa (ks. kaavio 3).

Kaavio 2: Koko voimassaoloajan maksukyvyttömyysaste synteettisissä luokissa vuoden 2018 lopusta alkaen



Lähde: EPV, S&P

Kaavio 3: Koko voimassaoloajan maksukyvyttömyysaste taseen synteettisen ja aidon kaupan arvopaperistamisessa, valikoiduissa omaisuusluokissa (vuoden 2018 lopusta lukien)



Lähde: EPV

Omaisuuserän koostumus, ostajat ja myyjät

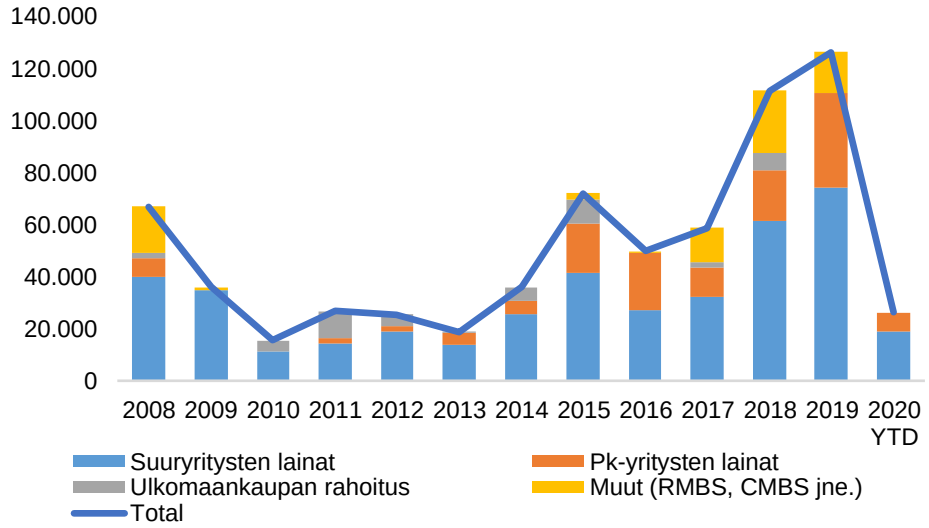
EPV:n keräämistä tiedoista käy ilmi, että taseen synteettistä arvopaperistamista näytetään käytettävän yritysriskin siirtämiseen pankeilta pääomamarkkinoille paljon laajemmin kuin perinteistä arvopaperistamista. Hallitsevat omaisuusluokat taseeseen liittyvissä liiketoimissa ovat lainat suurille yrityksille ja pk-yrityksille, joita seuraa ulkomaankaupan rahoitus (ks. kaavio 4)[8].

Pääomaa tukevan vaikutuksen maksimoimiseksi taseen synteettisen arvopaperistamisen alullepanijat valitsevat tavallisesti omaisuusluokkia, joilla on suuri riskipaino. EPV:n analyysi viittaa lisäksi siihen, että taseen synteettisen arvopaperistamisen alullepanijat valitsevat tavallisesti salkkuja, jotka edustavat niiden ydinliiketoimintaa, mikä saattaa kuvastaa sijoittajien halua varmistaa etujen yhdenmukaisuus. Stressattujen tai ylivivutettujen omaisuuserien sisällyttäminen taseen synteettiseen arvopaperistamiseen onkin harvinaisempaa kuin perinteisten arvopaperistamisien kohdalla, mikä voi osittain selittää maksukyvyttömyysasteissa havaittua eroa. Myös vähittäisvastuut, kuten asuntolainavakuudelliset arvopaperit tai kuluttajaluotot, ovat tavallisesti harvinaisempia taseen

[8] Viime vuosien tiedot viittaavat siihen, että omaisuusluokat ovat monipuolistuneet entisestään, ja niihin kuuluu nyt erityiskohteiden rahoitus (mukaan lukien infrastruktuurilainat), liikekiinteistöt, asuinkiinteistöt, myyntisaamiset, autolainat sekä rajatummat luokat, kuten pienlainat ja maanviljelyslainat.

synteettisessä arvopaperistamisessa, koska niiden riskipainot ovat pienempiä, ja ne tuottavat siten vähemmän hyötyä suhteessa pääomaa tukevaan vaikutukseen. Niihin myös sovelletaan todennäköisemmin sisäisiä keskittymärajoja, kuten maantieteelliseen sijaintiin, lainanottajan tyyppiin tai talouden alaan liittyviä rajoja, minkä takia ne sopivat paremmin perinteiseen arvopaperistamiseen.

Kaavio 4: Omaisuusluokkien erittely, miljoonaa euroa



Lähde: EPV, IACPM

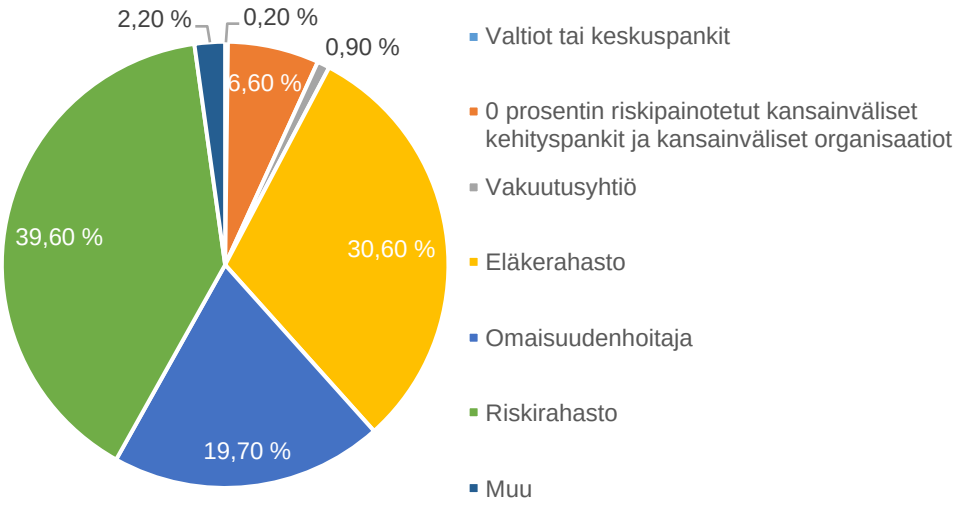
Markkinoiden ominaisuudet

Alullepanijat ovat nykyisin pääasiassa pankkeja, erityisesti suuria ja koko järjestelmän kannalta merkittäviä pankkeja, jotka käyttävät pääomavaatimusten laskemiseen sisäisen luottoluokituksen menetelmään perustuvia malleja. Alullepanijan tärkeimpiä syitä ryhtyä taseen synteettiseen arvopaperistamiseen ovat luottoriskin hallinta ja pääoman vapauttaminen. Viimeksi mainitusta on tulossa yhä tärkeämpää sääntelyn kehittymisen, kuten Basel III -järjestelmän hyväksymisen ja IFRS 9 -standardin soveltamisen, myötä.

Useimmat synteettiseen arvopaperistamiseen sijoittavista sijoittajista ovat muita yhteisöjä kuin pankkeja. Ne ovat tavallisesti pitkälle erikoistuneita luottosijoittamiseen ja niillä on kokemusta salkkua koskevasta due diligence -menettelystä. Sijoittajakanta koostuu pääasiassa riski- ja eläkerahastoista sekä omaisuudenhoitajista, kun taas vakuutusyhtiöt muodostavat häviävän pienen vähemmistön (ks. kaavio 5). Viime vuosina myös kansainvälisiä kehityspankkeja[9] ja kansainvälisiä organisaatioita (mukaan lukien EIP ja EIR, jotka ovat edelleen tärkeitä sijoittaja pk-yritysmarkkinoilla) on tullut markkinoille.

Kaavio 5: Sijoittajat jaettujen etuoikeusluokkien prosentuaalisena määränä vuosina 2008–2019

[9] Kansainväliset kehityspankit, joihin liittyvät saamiset ovat oikeutettuja 0 prosentin riskipainoon, on lueteltu CRR-asetuksen 117 artiklan 2 kohdassa.



Lähde: IACPM, EPV. Huomautus: MDB – Kansainvälinen kehityspankki

Taseen synteettisessä arvopaperistamisessa käytetyt luottosuojamekanismit kehittyivät merkittävästi maailmanlaajuisen finanssikriisin jälkimainingeissa. Takauksen luonteisen luottosuojan mekanismit (kahdenväliset, yksityisesti neuvotellut luottojohdannaissopimukset, kuten luottoriskinvaihtosopimukset) on lähes täysin korvattu vastikkeellisella luottosuojalla (johon sisältyy etukäteismaksu suojauksen ostajalle, mikä poistaa vastapuoliriskiin liittyvän vastuun, kuten luottoriskin vaihtolainat). EPV korostaakin kertomuksessaan, että 90 prosenttia yksityisten sijoittajien hankkimasta luottosuojasta on nyt vastikkeellista luottosuojaa.

Tämän luottosuojamekanismien käytössä tapahtuneen muutoksen tarjoaman lisäturvan lisäksi finanssikriisi toi merkittäviä muutoksia tapoihin, joilla riskiä jaetaan ja siirretään markkinoilla. EPV:n analyysin mukaan alullepanijoilla on nykyisin tapana siirtää salkun luottoriskin heikoimmat ja/tai välivaiheen osat ja säilyttää saman salkun ylin etuoikeusluokka. Ylin etuoikeusluokka olisi tyypillisesti etuoikeusluokista suurin ja olisi keskimäärin noin 87 prosenttia liiketoimen kokonaismäärästä. Tämä on merkittävä toimintatavan muutos verrattuna kriisiä edeltäneeseen aikaan, jolloin kaikkein ylin etuoikeusluokka[10] jätettiin tyypillisesti sijoittajille. EPV havaitsi, että uuden arvopaperistamista koskevan kehyksen voimaantulon seurauksena heikoimmat etuoikeusluokat näyttävät tulleen tiheämmiksi, mikä voi houkutella uusia sijoittajia markkinoille.

Maantieteellisen jakautumisen suhteen useat suurimmista liiketoimista on toteutettu vain muutamassa jäsenvaltiossa (Yhdistyneessä kuningaskunnassa, Saksassa, Espanjassa, Ranskassa ja Italiassa), vaikkakin liiketoimia on nähty myös muissa EU:n jäsenvaltioissa. EPV:n analyysi osoittaa myös, että suurimpaan osaan liiketoimista sisältyy moneen lainkäyttöalueeseen liittyviä vastuita, ja useimmat sisältävät Euroopan ulkopuolisia vastuita.

4. VAATIIKO TASETTA KOSKEVA SYNTEETTINEN ARVOPAPERISTAMINEN ERITYISTÄ YLS-KEHYSTÄ?

Toivottavuusanalyysi

[10] Kaikkein ylimmän etuoikeusluokan määrittäminen oli synteettisten arvopaperistamisten alullepanijoiden ennen maailmanlaajuista finanssikriisiä käyttämä tekniikka, jolla pyrittiin korostamaan arvopaperistamisrakenteen kaikkein ylimmän etuoikeusluokan oletettua riskittömyyttä. Kaikkein ylintä etuoikeusluokkaa alempi luokka sai tyypillisesti AAA-luottoluokituksen, minkä vuoksi kaikkein ylintä etuoikeusluokkaa alettiin yleisesti kutsua ”AAAA-luokitetuksi”.

EPV:n analyysi hyödyistä ja haitoista viittaa siihen, että taseen synteettistä arvopaperistamista koskevan erityisen kehyksen käyttöönotto tuo todennäköisesti mukanaan monia pitkän aikavälin hyötyjä rahoitusmarkkinoille ja reaalitalouteen, ja tältä osin sen odotetaan lisäävän yleistä rahoitusvakautta.

Kuten jo kehyksen nimi antaa ymmärtää, nimikkeen laajentamisen suurin hyöty on synteettisen arvopaperistamistuotteen yksinkertaisuuden, läpinäkyvyyden ja standardoinnin lisääminen. Tällä puututtaisiin joihinkin suurimmista synteettiseen arvopaperistamiseen liitetyistä huolenaiheista, kuten mielikuvaan sen monimutkaisuudesta, riskialttiuteen, arbitraasin ja petoksen todennäköisyyteen ja siihen sisältyviin tiedon epäsymmetrioihin. Sekä liiketoimen osapuolten että valvojien suorittama riskien arviointi tehostuisi, ja markkinoiden yleinen valvonta helpottuisi huomattavasti. Vaikka markkinat olisivat yhä laajalti räätälöidyt ja kahdenväliset, toimivaltaiset viranomaiset saisivat tiedon jokaisesta liiketoimesta, jolle pyydetään YLS-nimikettä, ja niiden olisi mahdollista seurata liiketoimen osapuolia. Markkinoiden standardointi myös helpottaisi uusien alullepanijoiden markkinoille pääsyä, mikä voisi myös houkutella lisää sijoittajia.

Lisäksi Basel III -uudistuksen viimeisten osien toteuttaminen lisäisi luottoriskin hallinnan ja pääoman hallinnan välineiden, kuten taseen synteettisen arvopaperistamisen, merkitystä. Kun varmistetaan, että markkinat kehittyvät vankan YLS-kehyksen asettamien reunaehtojen puitteissa, voidaan tässä yhteydessä välttää aiempien haitallisten käytäntöjen uudelleen ilmaantumisen riski ja edistää rahoitusvakautta.

EPV kuitenkin tähdentää, että taseen synteettistä arvopaperistamista koskevan erityisen YLS-kehyksen käyttöönottoon on yhdistettävä huolellinen valvonta kielteisten seurausten välttämiseksi. Samoin kuin käteisarvopaperistamisen YLS-nimikkeen kohdalla moraalikadon, kuten kokemattomampien sijoittajien osoittaman laiminlyönnin, riski voi lisääntyä, koska YLS-nimikkeen voidaan kokea tarkoittavan itsessään alhaisen riskin tuotetta riippumatta yksittäisten liiketoimien tai liiketoimien sisäisten positioiden välisistä eroista.

Lisäksi herää kysymys, voisiko taseen synteettistä arvopaperistamista koskevan YLS-kehyksen käyttöönotto johtaa perinteisen YLS-arvopaperistamisen liikkeeseenlaskun vähentymiseen, joskaan tämän riskin toteutuminen ei ole kovin todennäköistä. EPV huomauttaa, että ei ole syytä odottaa perinteiseen arvopaperistamiseen kohdistuvaa merkittävää vaikutusta ottaen huomioon näiden kahden välineen eri tarkoitukset ja tavoitteet sekä alullepanijoille että sijoittajille.

On syytä panna merkille, että Baselin pankkivalvontakomitean (BCBS) ja kansainvälisen arvopaperimarkkinavalvojien yhteisön (IOSCO) kehittämä yksinkertaisen, läpinäkyvän ja vertailukelpoisen arvopaperistamisen kehys jättää tällä hetkellä synteettisen arvopaperistamisen soveltamisalansa ulkopuolelle. Kerättyjen tietojen ja EPV:n tekemän teknisen analyysin perusteella on olemassa varovaista näyttöä siitä, että taseen synteettisen arvopaperistamisen erityistä YLS-kehystä voitaisiin harkita.

Toteutettavuusanalyysi

EPV:n mukaan taseen synteettisen arvopaperistamisen erityisessä YLS-kehyksessä olisi otettava huomioon tuotteen rakenteelliset erityispiirteet, jotka eroavat perinteisestä arvopaperistamisesta. Näihin kuuluu erityisesti vastapuoliluottoriski, luotonsiirron yksityiskohdat sekä suojan ostajien ja myyjien eri motivaatiot ja näkökohdat.

Käyttäen perustana voimassa olevia aidon kaupan arvopaperistamista koskevia YLS-kriteerejä EPV on määrittänyt joukon YLS-kriteerejä, joita voidaan soveltaa taseen synteettiseen arvopaperistamiseen ottaen samalla huomioon viimeksi mainitun erityispiirteet. Määritetyillä kriteereillä pyritään myös varmistamaan, että riskialttiit omaisuuserät, kuten järjestämättömät lainat, yritysten

kiinteistövakuudelliset arvopaperit tai lainavakuudelliset velkasitoumukset, jotka eivät kuulu perinteisen YLS-arvopaperistamisen piiriin, jäisivät YLS-nimikkeen soveltamisalan ulkopuolelle.

Yksinkertaisuuden ja läpinäkyvyyden osalta monia aidon kaupan YLS-kriteereitä voidaan soveltaa myös synteettisiin liiketoimiin. Joitain niistä on muutettava tai korvattava, koska ne eivät ole synteettisten liiketoimien kannalta oleellisia. Esimerkiksi aidon kaupan kriteeri ja sen täytäntöönpano olisi korvattava taseen synteettisen arvopaperistamisen määritelmällä, joka on laadittu huolellisesti siten, että se jättää ulkopuolelle arbitraasiin perustuvat liiketoimet, sekä vaatimuksilla, joilla varmistetaan luottosuojasopimuksen luotettavuus. On myös katsottu tarpeelliseksi määrittää joitakin uusia kriteereitä, kuten luottosuojamaksujen ja ennenaikaisen päättämisen laukaisevien tapahtumien määrittäminen.

EPV ehdottaa standardointikriteerien perusteellisempaa uudelleentarkastelua, koska vain muutamat yleiset kriteerit, kuten riskin pidättämisen vaatimus, olisivat merkityksellisiä synteettisille liiketoimille. Jotkin muut, kuten korko ja valuuttariskin vähentäminen tai tappioiden kohdistaminen ja etuoikeusluokkien kuoletus, on muutettu heijastamaan paremmin taseen synteettisen arvopaperistamisen käytäntöjä. Useissa uusissa kriteereissä täsmennetään keskeisiä näkökohtia, kuten luottosuojamekanismit, synteettinen hintaero, luottotapahtumat ja luottosuojamaksut. Näiden laajalti räätälöityjen markkinoiden standardointi on nähty yhtenä tehokkaan YLS-kehyksen muodostamisen keskeisimmistä haasteista. Ehdotetussa kriteeristössä otetaan huomioon parhaat markkinoilla noudatettavat nykyiset käytännöt, jotta voitaisiin luoda vakaa ja toimiva standardi.

Liitteessä II on EPV:n määrittämien YLS-kriteerien täydellinen luettelo.

Samoin kuin aidon kaupan YLS-arvopaperistamisessa, synteettisen YLS-arvopaperistamisen nimikettä ei tulisi ymmärtää niin, että kyseinen arvopaperistaminen olisi riskitöntä vaan että tuotteessa noudatetaan tiettyjä kriteereitä ja että huolellinen suojan myyjä ja ostaja sekä kansallinen toimivaltainen viranomainen pystyvät analysoimaan siihen liittyvän riskin. Määritetyissä kriteereissä otetaan huomioon synteettisen arvopaperistamisen eri tavoitteet, joita ovat mm. pääoman/riskin hallinta eikä niinkään rahoitus, arvopaperistettujen vastuiden aidon kaupan puuttuminen ja altistuminen vastapuoliluottoriskille, ja siksi niissä pyritään varmistamaan sekä alullepanijoiden että sijoittajien turva (sillä alullepanija on liiketoimessa myös sijoittajana, koska se säilyttää itsellään ylimmän etuoikeusluokan). Aidon kaupan YLS-kehyksessä pyritään sitä vastoin maksimoimaan ainoastaan sijoittajan turva, koska omaisuuserien myyminen arvopaperistamista varten perustetulle erillisyhtiölle tekee alullepanijan turvasta vähemmän merkityksellisen.

5. EDULLISEMPI PÄÄOMAKOHTELU

Vakavaraisuuden kannalta synteettistä arvopaperistamista kohdellaan nykyisin perinteisenä (aidon kaupan) muuna kuin YLS-arvopaperistamisena. Ainoa poikkeus tähän lähestymistapaan koskee pk-yritysten lainojen synteettistä arvopaperistamista, ja siitä säädetään CRR-asetuksen 270 artiklassa. Kyseinen 270 artikla koskee tietyt rajoittavat kriteerit täyttävien synteettisten arvopaperistamisien alullepanijan itsellään pidättämää ylintä etuoikeusluokkaa. Nämä kriteerit ovat seuraavat:

- vähintään 70 prosenttia arvopaperistetuista vastuista on oltava pk-yrityksiin liittyviä vastuita CRR-asetuksen 501 artiklassa määritellyn mukaisesti;
- arvopaperistaminen täyttää aidon kaupan YLS-kriteerin synteettiseen arvopaperistamiseen sovellettavilta osin;
- luottoriski, jota alullepanija ei ole pidättänyt, siirretään CRR-asetuksen luottoriskin vähentämistä koskevia vaatimuksia noudattavan takauksen tai vastatakauksen avulla, ja takaaja/vastatakaaja on joko a) jonkin jäsenvaltion keskushallinto tai keskuspankki, kansainvälinen kehityspankki tai kansainvälinen organisaatio, ja siihen voidaan soveltaa 0 prosentin riskipainokohtelua luottoriskin

standardimenetelmän mukaisesti, tai b) institutionaalinen sijoittaja, edellyttäen, että takauksen tai vastatakauksen täytenä vakuutena ovat alullepanevaan laitokseen talletetut käteisvarat.

Huolimatta joistakin kerättyihin tietoihin ja perinteisestä YLS-arvopaperistamiskehyksestä saatuihin käytännön kokemuksiin liittyvistä rajoitteista, EPV:n toteuttaman teknisen analyysin perusteella voidaan päätellä, että mukautettuja YLS-kriteerejä noudattavaan taseen synteettiseen arvopaperistamiseen sisältyvät riskit voivat vaatia CRR-asetuksen tarkistamista siten, että siihen sisällytetään kyseisten välineiden ylimmän etuoikeusluokan riskiherkempi pääomakohtelu, joka yhdenmukaistetaan perinteisen YLS-arvopaperistamisen edullisemman kohtelun kanssa. Kuten EPV on pannut merkille, tämä olisi perusteltua, kun otetaan huomioon, että taseen synteettinen arvopaperistaminen on tuottanut hyviä tuloksia verrattuna arbitraasiin liittyvään synteettiseen arvopaperistamiseen ja perinteiseen arvopaperistamiseen ja että erityisesti siihen liittyvä maksukyvyttömyysaste ja tappio-osuus ovat olleet alhaisia. Lisäksi YLS-nimikkeen laajentaminen lisäisi yksinkertaisemman, standardoidumman ja läpinäkyvämmän synteettisen arvopaperistamisen arvostusta, kun voitaisiin odottaa toimeksisaajaan liittyvien riskien ja mallintamisriskien jäävän pienemmiksi.

Kuten EPV:n kertomuksessa mainitaan, taseen synteettinen arvopaperistaminen ei sisälly tällä hetkellä Baselin komitean kehittämään YLS-kehykseen, joka keskittyy perinteiseen arvopaperistamiseen. Tämä poikkeama Baselin standardeista voitaisiin kuitenkin perustella vakavaraisuuden näkökulmasta tiedoilla ja teknisellä analyysillä, jotka antavat perusteet taseen synteettiseen arvopaperistamiseen laajennetun YLS-kehyksen varovaisuustasolle.

YLS-kehyksen ulottaminen koskemaan taseen synteettistä arvopaperistamista mahdollistaisi sen, että viimeksi mainittu hyötyisi vakiintuneesta YLS-tuotteen edullisemmasta pääomakohtelusta. Tämä voitaisiin kuitenkin muotoilla CRR-asetuksen 270 artiklan kohdennetulla muuttamisella, jolla varmistetaan a) kyseisessä artiklassa määritetyn edullisemman pääomakohtelun ulottaminen koskemaan kaikkia YLS-kriteereitä noudattavia taseen synteettisiä arvopaperistamisia riippumatta arvopaperistettujen vastuiden tyypistä (poistamalla säädökset, jotka nyt rajaavat tämän artiklan soveltamisen sellaisiin taseen synteettisiin arvopaperistamisiin, jotka sisältävät vähintään 70 prosenttia pk-yrityksiin liittyviä arvopaperistettuja vastuita) samalla, kun b) säilytetään nykyinen edullisemman pääomakohtelun rajoitettu soveltaminen alullepanijan pidättämään ylimpään etuoikeusluokkaan, jota pidetään vähemmän riskialttiina. Näiden mukautusten seurauksena alullepanijan pidättämään korkeimpaan etuoikeusluokkaan sovellettaisiin 10 prosentin riskipainon alarajaa.

Kaiken kaikkiaan YLS-kehyksen ja CRR-asetuksen yhdistetty tarkistus taseen synteettisen arvopaperistamisen osalta lisäisi vakavaraisuuskehyksen riskiherkkyyttä ja vahvistaisi YLS-kehyksen houkuttelevuutta, koska se mahdollistaisi YLS-kriteereitä noudattavien taseen synteettisten arvopaperistamisien eriytetyn vakavaraisuuskohtelun suhteessa YLS-kriteereitä noudattamattomiin taseen synteettisiin arvopaperistamisiin ja arbitraasiin liittyvään arvopaperistamiseen.

6. PÄÄTELMÄT

EPV:n analyysi osoittaa, että on mahdollista asettaa vaatimuksia synteettiselle arvopaperistamiselle, minkä avulla voidaan lieventää jäsentelyriskien pääasiallisia ajureita, kuten toimeksisaajaan liittyviä ja malliriskejä, samalla tavalla kuin perinteisessä arvopaperistamisessa, ja näin luoda synteettisen arvopaperistamisen alalaji, joka on verrattavissa perinteiseen YLS-arvopaperistamiseen. Itse asiassa on osoitettu, että taseen synteettisen arvopaperistamisen aiempi suoriutuminen on yleensä ollut parempaa kuin perinteisen arvopaperistamisen suoriutuminen samassa omaisuusluokassa. Tekniseltä kannalta ei ole olemassa näyttöä siitä, että synteettisen arvopaperistamisen rakenne itsessään johtaisi suurempiin tappioihin kuin perinteinen arvopaperistamisrakenne. Vakaa synteettinen rakenne ei vaikuta kielteisesti arvopaperistamisen kehitykseen.

Analyysi ei viittaa mihinkään olennaisiin kielteisiin seurauksiin, jotka erityisen YLS-kehyksen luominen taseen synteettiselle arvopaperistamiselle odotettavasti aiheuttaisi. Toisaalta synteettisen arvopaperistamisen markkinoiden elvyttäminen ja sen varmistaminen, että ne kehittyvät vankan YLS-kehyksen puitteissa tuo useita hyötyjä pankeille, rahoitusmarkkinoille ja rahoitusvakaudelle yleisesti. Riskin siirtäminen pankeilta muulle kuin pankkisektorille on yksi pääomamarkkinaunionin päätavoitteista, ja helpottamalla luoton saatavuutta niille, jotka sitä tarvitsevat, voidaan mahdollisesti edistää talouskasvua.

EPV:n analyysin perusteella on mahdollista luoda erityinen kehys taseen synteettiselle YLS-arvopaperistamiselle ja ottaa käyttöön eriytetty sääntelykohtelu, joka rajoittuu alullepanevan luottolaitoksen pidättämän ylimmän etuoikeusluokan vakavaraisuuden alarajan mukauttamiseen perinteistä YLS-kehystä vastaavalle tasolle.

LIITTEET

Liite I: Lyhyt vertailu synteettisistä markkinoista ennen kriisiä ja kriisin jälkeen

	Synteettiset markkinat ennen kriisiä	Synteettiset markkinat kriisin jälkeen
Markkinat	Julkinen	Yksityinen tai kahdenvälinen
Arvopaperistamistyyppi	Arbitraasiin liittyvä ja tasetta koskeva	Lähes yksinomaan tasetta koskeva
Yksityinen/Julkinen	Pääasiassa julkinen ja luottoluokitettu	Pääasiassa yksityinen ja kahdenvälinen
Varat	Pääosin yritysvastuita	Pääosin yritysvastuita, omaisuusluokkien hajautus ja uusien omaisuusluokkien lisääminen
Alullepanijat	Suurehkoja ja keskitason pankkeja, standardoituja pankkeja, jotka siirtyvät sisäisen luottoluokituksen menetelmään	Suuria pankkeja, pääasiassa systeemisesti merkittäviä rahoituslaitoksia
Sijoittajat	Laaja, pääasiassa ABS	Kapea, pääasiassa vaihtoehtoinen
Rakenne	Täysin synteettinen rakenne (ylin + alin)	Ainoastaan välivaihe/alin
Luottoturvamekanismi	Takauksen luonteinen	Vastikkeellinen, ja takauksen luonteinen julkisten osalta

Lähde: EPV, Integer Advisors

Liite II: Yleiskatsaus YLS-kriteereistä ja niiden vertailu perinteisen arvopaperistamisen kriteereihin

Kriteeri	**Vertailu perinteisen (muu kuin ABCP) arvopaperistamisen kriteereihin (viittaukset arvopaperistamisasetuksen artikloihin)**
Yksinkertaisuus	
Kriteeri 1: Tasetta koskeva synteettinen arvopaperistaminen, luottoriskin vähentäminen	Aitoa kauppaa / luovutusta / myöhemmin tapahtuvaa luovutusta, peräyttämissäännöstä, aidon kaupan vahvistusilmoituksia ja täytäntöönpanon takuita koskevien kriteerien korvaaminen (arvopaperistamisasetuksen 20 artiklan 1–5 kohta) – sekä taseen synteettisen arvopaperistamisen määritelmä ja vaatimus luottosuojasopimuksen luotettavuuden varmistamisesta (luottoriskin vähentämisen kriteeri)
Kriteeri 2: Vahvistusilmoitukset ja takuut	Vahvistusilmoituksia ja takuita koskevan kriteerin mukauttaminen (20 artiklan 6 kohta): Vaadittujen vahvistusilmoitusten ja takuiden laajentaminen sekä niiden tavoitteen ja sisällön mukauttaminen
Kriteeri 3: Kelpoisuusvaatimukset, ei aktiivista salkunhoitoa	Kelpoisuusvaatimuksia koskevan kriteerin mukauttaminen, ei aktiivista salkunhoitoa (20 artiklan 7 kohta): sallittujen salkunhoitotekniikoiden mukauttaminen, arvopaperistamisen kohteena olevan vastuun poistamisen lisäehtojen sisällyttäminen
Kriteeri 4: Homogeenisyys, täytäntöönpanokelpoiset velvoitteet, täysimääräinen takautumisoikeus velallisen suhteen, ajanjakson maksuvirrat	*Sama (20 artiklan 8 kohta)*
Kriteeri 5: Ei siirtokelpoisia arvopapereita	*Sama (20 artiklan 8 kohta)*
Kriteeri 6: Ei uudelleenarvopaperistamista	*Sama (20 artiklan 9 kohta)*
Kriteeri 7: Luotonmyöntämiskäytännöt ja niihin tehtävät merkittävät muutokset	Luotonmyöntämiskäytäntöjä koskeva kriteeri ja siihen tehtävät merkittävät muutokset (20 artiklan 10 kohta): lisäselvennystä suhteessa hyväksyttävien velallisten tyyppeihin ja arvopaperistettujen vastuiden myöntämiseen
Kriteeri 8: Itse varmennetut lainat	*Sama (20 artiklan 10 kohta)*
Kriteeri 9: Lainanottajan luottokelpoisuus	*Sama (20 artiklan 10 kohta)*
Kriteeri 10: Alullepanijan asiantuntemus	*Sama (20 artiklan 10 kohta)*
Kriteeri 11: Ei maksukyvyttömyystilassa olevia vastuita tai ratkaisemattoman riidan kohteena olevia vastuita	*Sama (20 artiklan 11 kohta)*
Kriteeri 12: Vähintään yksi maksu suoritettu	*Sama (20 artiklan 12 kohta)*

UUSI kriteeri: Luottosuojapreemiot	Täsmennetään, että luottosuojapreemioita olisi oltava ehdollisia, eli maksun todellisen määrän olisi oltava riippuvainen suojatun etuoikeusluokan koosta ja luottoriskistä. Taattuja preemioita, etukäteismaksuja, alennusmekanismeja tai muita saman kaltaisia mekanismeja ei tule hyväksyä
UUSI kriteeri: Ennenaikaisen päättämisen laukaisevat tapahtumat	Määritetään kattava, rajallinen määrä ennenaikaisen päättämisen laukaisevia tapahtumia
Standardointi	
Kriteeri 13: Riskinpidättämisvaatimukset	*Sama (21 artiklan 1 kohta)*
Kriteeri 14: Korko- ja valuuttariskien asianmukainen vähentäminen	Korko- ja valuuttariskien asianmukaista vähentämistä koskevan kriteerin mukauttaminen (21 artiklan 2 kohta): määritellään paremmin synteettiseen arvopaperistamiseen mukautetut, korko- ja valuuttariskien asianmukaista vähentämistä koskevat toimenpiteet
Kriteeri 15: Viitearvoon sidotut korkomaksut	*Sama (21 artiklan 3 kohta)*
Kriteeri 16: Täytäntöönpano-/erääntymisilmoituksen jälkeiset vaatimukset	Täytäntöönpano-/erääntymisilmoituksen jälkeisiä vaatimuksia koskevan kriteerin mukauttaminen (21 artiklan 4 kohta): mukautetaan siten, että otetaan huomioon, etteivät kaikki synteettiset arvopaperistamiset käytä arvopaperistamista varten perustettua erillisyhtiötä
Kriteeri 17: Tappioiden kohdentaminen ja etuoikeusluokkien kuoletus	Etuoikeusjärjestyksestä poikkeavia maksuja koskevien vaatimusten kriteerin mukauttaminen (21 artiklan 5 kohta): mukautetaan lisäämällä määräsuhteista kuoletusta ja tappioiden kohdentamista koskevia vaatimuksia
Kriteeri 18: Ennenaikaisen kuoletuksen ehdot/uusiutumisjakson päättymisen laukaisevat tekijät	Ennenaikaisen kuoletuksen ehtoja / uusiutumisjakson päättymisen laukaisevia tekijöitä koskevan kriteerin mukauttaminen (21 artiklan 6 kohta): mukautetaan siten, että ennenaikaisen kuoletuksen vaatimukset koskevat ainoastaan tapauksia, joissa käytetään arvopaperistamista varten perustettua erillisyhtiötä
Kriteeri 19: Liiketoimea koskevat asiakirjat	Liiketoimea koskevia asiakirjoja koskevan kriteerin mukauttaminen (21 artiklan 7 kohta): mukautetaan hallinnoinnin standardeja ja menettelytapoja koskevilla lisävaatimuksilla
Kriteeri 20: Hallinnoijan asiantuntemus	*Sama (21 artiklan 8 kohta)*
Kriteeri 21: Viiterekisteri	Liiketoimea koskevissa asiakirjoissa olevia määritelmiä ja korjaavia toimenpiteitä koskevan kriteerin korvaaminen (21 artiklan 9 kohta): vaatimukset määritellä maksuehdot liiketoimea koskevissa asiakirjoissa määritetään erillisissä kriteereissä
Kriteeri 22: Sijoittajien välisten riitojen nopea ratkaiseminen	*Sama (21 artiklan 10 kohta)*
UUSI kriteeri: Luottotapahtumat	Määritellään luottotapahtumat, myös viitaten olemassa olevaan CRR-asetuksen tekstiin, sekä lainanhoitojoustotoimenpiteet
UUSI kriteeri: Luottosuojamaksut	Luottosuojamaksuja koskevat kriteerit, mukaan lukien se, että maksujen olisi perustuttava tosiasialliseen realisoituneeseen tappioon

UUSI kriteeri: Luottosuojasopimuksen lopullisena laillisena eräpäivänä tapahtuvan päätösselvityksen / lopullisen selvityksen jälkeiset luottosuojamaksut	Määritetään kriteerit, jotka varmistavat luottosuojamaksujen suorittamisajan vähimmäistason
UUSI kriteeri: Synteettinen hintaero	Määritetään ehdot, joiden vallitessa alullepanijan olisi sallittua sitoutua synteettiseen hintaeroon liiketoimessa. Synteettisen hintaeron ja valvojan mahdollisen, merkittävän ja yhdenmukaisen riskinsiirron suorittamista koskevan arvioinnin välinen vuorovaikutus olisi määriteltävä.
UUSI kriteeri: Hyväksyttävä luottosuoja, vastapuolet ja vakuus	Määritetään selkeä joukko luottosuojajärjestelyä ja liiketoimen vakuutta koskevia sääntöjä.
Läpinäkyvyys	
Kriteeri 23: Maksukyvyttömyyttä ja tappiokehitystä koskevat historiatiedot	*Sama (22 artiklan 1 kohta)*
Kriteeri 24: Otoksen ulkoinen tarkastus	*Sama (22 artiklan 2 kohta)*
Kriteeri 25: Velan kassavirtamalli	*Sama (22 artiklan 3 kohta)*
Kriteeri 26: Omaisuuserien ympäristötehokkuus	*Sama (22 artiklan 4 kohta)*
Kriteeri 27: Läpinäkyvyyttä koskevien vaatimusten noudattaminen	*Sama (22 artiklan 5 kohta)*
UUSI kriteeri: Tarkastaja	Määritetään tarve nimittää riippumaton kolmannen osapuolen tarkastaja, joka tarkastaa luottoilmoituksen määrätyt osat jokaisen arvopaperistetun vastuun osalta.

Lähde: EPV