ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ
ΕΠΙΤΡΟΠΗ

Βρυξέλλες, 24.7.2020
COM(2020) 284 final

ΕΚΘΕΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΠΡΟΣ ΤΟ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟ ΚΑΙ ΤΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ

σχετικά με τη δημιουργία ειδικού πλαισίου για την απλή, διαφανή και τυποποιημένη σύνθετη τιτλοποίηση, που περιορίζεται στην τιτλοποίηση εντός ισολογισμού

(Κείμενο που παρουσιάζει ενδιαφέρον για τον ΕΟΧ)

{SWD(2020) 120}

1. ΙΣΤΟΡΙΚΟ ΚΑΙ ΣΚΕΠΤΙΚΟ

Το άρθρο 45 παράγραφος 1 του κανονισμού (ΕΕ) 2017/2402[1] (*στο εξής: κανονισμός περί τιτλοποιήσεων*) επιβάλλει στην Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών (*στο εξής: ΕΒΑ*) να δημοσιεύει έκθεση σχετικά με τη θέσπιση ειδικού πλαισίου για την απλή, διαφανή και τυποποιημένη (*στο εξής: STS*) σύνθετη τιτλοποίηση, που θα περιορίζεται στην τιτλοποίηση εντός ισολογισμού. Ως σύνθετες τιτλοποιήσεις εντός ισολογισμού νοούνται οι πράξεις τιτλοποίησης στις οποίες το μεταβιβάζον ίδρυμα, συνήθως μια τράπεζα, χρησιμοποιεί χρηματοοικονομικές εγγυήσεις ή πιστωτικά παράγωγα για να μεταβιβάσει σε τρίτους τον πιστωτικό κίνδυνο συγκεκριμένης ομάδας στοιχείων ενεργητικού που κατέχει στον ισολογισμό του και για τα οποία, στη συντριπτική πλειονότητα των περιπτώσεων, ήταν επίσης ο αρχικός δανειοδότης. Τα υποκείμενα στοιχεία ενεργητικού είναι συνήθως εταιρικά δάνεια, δάνεια προς ΜΜΕ ή χρηματοδότηση του εμπορίου — στοιχεία ενεργητικού των οποίων η τιτλοποίηση με παραδοσιακό τρόπο είναι, για διάφορους λόγους, δυσκολότερη ή λιγότερο ελκυστική για τη μεταβιβάζουσα οντότητα. Υπό αυτή την έννοια, μπορεί να γίνει σαφής διάκριση των σύνθετων τιτλοποιήσεων εντός ισολογισμού από τις σύνθετες τιτλοποιήσεις αρμπιτράζ, οι οποίες αφορούν υποκείμενα στοιχεία ενεργητικού τα οποία δεν ανήκουν στην κυριότητα της μεταβιβάζουσας οντότητας της τιτλοποίησης. Πρωταρχικός στόχος μιας σύνθετης συναλλαγής αρμπιτράζ δεν είναι η αντιστάθμιση του πιστωτικού κινδύνου, αλλά η επιδίωξη αρμπιτράζ μεταξύ του περιθωρίου της πιστωτικής ποιότητας μιας ομάδας στοιχείων ενεργητικού ή δεικτών προϊόντων και του περιθωρίου του προκύπτοντος προϊόντος τιτλοποίησης.

Στην αιτιολογική σκέψη 24 του κανονισμού περί τιτλοποιήσεων, η ΕΒΑ καλείται επίσης να ορίσει τα σχετικά κριτήρια για το εν λόγω ειδικό πλαίσιο, «προκειμένου να προωθηθεί η χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας και ειδικότερα των ΜΜΕ οι οποίες επωφελούνται περισσότερο από αυτές τις τιτλοποιήσεις».

Σύμφωνα με το άρθρο 45 παράγραφος 2 του κανονισμού περί τιτλοποιήσεων, η Επιτροπή υποχρεούται να υποβάλει στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο έκθεση σχετικά με τη θέσπιση ειδικού πλαισίου για την απλή, διαφανή και τυποποιημένη σύνθετη τιτλοποίηση, με βάση την προαναφερόμενη έκθεση της ΕΒΑ, μαζί με νομοθετική πρόταση, εάν είναι σκόπιμο.

Η έκθεση της ΕΒΑ δημοσιεύθηκε στις 6 Μαΐου 2020[2]. Η έκθεση βασίζεται, αφενός, στην προηγούμενη έκθεση της ΕΒΑ σχετικά με τη σύνθετη τιτλοποίηση, η οποία δημοσιεύθηκε τον Δεκέμβριο του 2015[3] και της οποίας οι συστάσεις αποτυπώνονται ήδη στον κανονισμό για τις κεφαλαιακές απαιτήσεις[4] (*στο εξής: ΚΚΑ*), και, αφετέρου, στο έγγραφο προβληματισμού σχετικά με τη μεταφορά σημαντικού κινδύνου[5] στην τιτλοποίηση, το οποίο δημοσιεύθηκε τον Σεπτέμβριο του 2017[6]. Η μεταφορά σημαντικού κινδύνου είναι ιδιαίτερης σημασίας για τη σύνθετη τιτλοποίηση, δεδομένου ότι η μεταφορά κινδύνου και η συναφής κεφαλαιακή διευκόλυνση αποτελούν ένα από τα κίνητρα για τη συμμετοχή σε τιτλοποιήσεις αυτού του είδους.

---

[1] Κανονισμός (ΕΕ) 2017/2402 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 12ης Δεκεμβρίου 2017, σχετικά με τη θέσπιση γενικού πλαισίου για την τιτλοποίηση και σχετικά με τη δημιουργία ειδικού πλαισίου για απλή, διαφανή και τυποποιημένη τιτλοποίηση και σχετικά με την τροποποίηση των οδηγιών 2009/65/ΕΚ, 2009/138/ΕΚ και 2011/61/ΕΕ και των κανονισμών (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 και (ΕΕ) αριθ. 648/2012.

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

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

[4] Κανονισμός (ΕΕ) 2017/2401 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 12ης Δεκεμβρίου 2017, για την τροποποίηση του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 575/2013 σχετικά με τις απαιτήσεις προληπτικής εποπτείας για πιστωτικά ιδρύματα και επιχειρήσεις επενδύσεων.

[5] Απαιτείται μεταφορά σημαντικού κινδύνου προκειμένου η μεταβιβάζουσα τράπεζα να είναι σε θέση να εξαιρεί τα τιτλοποιημένα ανοίγματα από τα σταθμισμένα ως προς τον κίνδυνο στοιχεία ενεργητικού της, στην περίπτωση της παραδοσιακής τιτλοποίησης, ή να υπολογίζει τα σταθμισμένα ως προς τον κίνδυνο στοιχεία ενεργητικού της σύμφωνα με τα άρθρα 251 και 252 του ΚΚΑ, στην περίπτωση των σύνθετων τιτλοποιήσεων.

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

Κατά την κατάρτιση της έκθεσής της, η ΕΒΑ δημοσίευσε έγγραφο προβληματισμού, τον Σεπτέμβριο του 2019, για τη διεξαγωγή δίμηνης διαβούλευσης. Λαμβανομένου υπόψη ότι η πλειονότητα των απαντήσεων τάχθηκαν σθεναρά τόσο υπέρ της ανάλυσης της αγοράς όσο και υπέρ του σκεπτικού για την ανάπτυξη ενός πλαισίου STS για τη σύνθετη τιτλοποίηση, η έκθεση της ΕΒΑ βασίζεται σε ευρεία συναίνεση μεταξύ των ενδιαφερόμενων μερών, τόσο για τη σκοπιμότητα του εν λόγω πλαισίου όσο και για τα σχετικά κριτήρια που θα μπορούσαν να καταστήσουν τη σύνθετη τιτλοποίηση μέρος του πλαισίου αυτού.

2. ΙΔΙΑΙΤΕΡΟΤΗΤΕΣ ΤΗΣ ΣΥΝΘΕΤΗΣ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗΣ ΕΝΤΟΣ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ

Η σύνθετη τιτλοποίηση και η παραδοσιακή τιτλοποίηση/τιτλοποίηση μέσω πραγματικής πώλησης δεν διαφέρουν ουσιωδώς ως προς τη φύση των υποκείμενων ανοιγμάτων, την τμηματοποίηση του κινδύνου και τις διαρθρώσεις κεφαλαίου (επιμερισμός). Ωστόσο, διαφέρουν σημαντικά ως προς τους τρόπους μεταφοράς του κινδύνου από τη μεταβιβάζουσα οντότητα στον επενδυτή.

Η παραδοσιακή τιτλοποίηση περιλαμβάνει την πραγματική νόμιμη μεταβίβαση των στοιχείων ενεργητικού από τον εκδότη των τίτλων, κατά τρόπο ώστε η κυριότητα ουσιαστικά να μεταβιβάζεται σε οντότητα ειδικού σκοπού για τιτλοποίηση (ΟΕΣΤ), η οποία αποκτά, συνεπώς, δικαίωμα στις ταμειακές ροές που δημιουργούνται από τα εν λόγω στοιχεία ενεργητικού. Στο πλαίσιο των σύνθετων τιτλοποιήσεων εντός ισολογισμού, η μεταφορά του κινδύνου πραγματοποιείται μέσω σύμβασης πιστωτικής προστασίας (πιστωτικά παράγωγα ή χρηματοοικονομικές εγγυήσεις) μεταξύ της μεταβιβάζουσας οντότητας και του επενδυτή, κατά τρόπο ώστε τα υποκείμενα ανοίγματα που ανήκουν στην κυριότητα της μεταβιβάζουσας οντότητας να παραμένουν στον ισολογισμό της. Επομένως, μολονότι για την παραδοσιακή τιτλοποίηση απαιτείται τόσο μια ΟΕΣΤ όσο και πραγματική έκδοση τίτλων, καμία από αυτές τις δύο δεν είναι απολύτως απαραίτητη για τη σύνθετη τιτλοποίηση.

Η εκτέλεση των σύνθετων τιτλοποιήσεων εντός ισολογισμού τείνει να είναι ευχερέστερη από ό,τι η παραδοσιακή τιτλοποίηση, λόγω της μεγαλύτερης ευελιξίας του σύνθετου μηχανισμού. Επιπλέον, τείνει να είναι φθηνότερη από πλευράς κόστους και ταχύτερη ως προς τις ρυθμίσεις της. Επιτρέπει στη μεταβιβάζουσα οντότητα να αποφεύγει νομικές και λειτουργικές δυσκολίες που ενδέχεται να προκύψουν κατά τη διαδικασία μεταβίβασης της κυριότητας των υποκείμενων ανοιγμάτων στο πλαίσιο μιας παραδοσιακής συναλλαγής.

Κατά τα τελευταία έτη έχουν επιτευχθεί σημαντικές απλουστεύσεις όσον αφορά τις πρακτικές της αγοράς σύνθετων τιτλοποιήσεων εντός ισολογισμού, ενώ από στοιχεία του κλάδου προκύπτει ότι τα έγγραφα τεκμηρίωσης, που συνοδεύουν το μέσο, έχουν μειωθεί από περίπου 500 σελίδες πριν από την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση σε λιγότερες από 50 σελίδες επί του παρόντος, στοιχείο που αποτελεί ένδειξη σημαντικής μείωσης της πολυπλοκότητας[7].

Η μεταφορά κινδύνου στη σύνθετη τιτλοποίηση δεν εξαρτάται μόνον από την κεφαλαιακή διάρθρωση της συναλλαγής (δηλαδή την τμηματοποίηση) και τους πιθανούς μηχανισμούς στήριξης από τη μεταβιβάζουσα οντότητα (όπως στην περίπτωση της τιτλοποίησης μέσω πραγματικής πώλησης), αλλά και από τα χαρακτηριστικά της σύμβασης πιστωτικής προστασίας που έχουν συνάψει τα μέρη, καθώς και από την πιστοληπτική ικανότητα του επενδυτή. Η προσφυγή στην πιστωτική προστασία, ιδίως εάν είναι μη χρηματοδοτούμενη και παρέχεται από μη δημόσιους πωλητές προστασίας, εκθέτει μεμονωμένες τράπεζες σε κίνδυνο αντισυμβαλλομένου και, σε περίπτωση υψηλής συγκέντρωσης πωλητών προστασίας, μπορεί να δημιουργήσει διασυνδεσιμότητα στο χρηματοπιστωτικό σύστημα με συστημικές επιπτώσεις (όπως κατέστη εμφανές κατά τη χρηματοπιστωτική κρίση του 2008-2009). Ωστόσο, όταν τα δύο μέρη προβούν στη συναλλαγή έχοντας πλήρη επίγνωση των υποκείμενων κινδύνων, ο κίνδυνος απόκλισης συμφερόντων μεταξύ των μεταβιβαζουσών οντοτήτων και των επενδυτών μειώνεται, δεδομένου ότι η διαχείριση κινδύνου είναι εξίσου σημαντική τόσο για τον πωλητή όσο και για τον αγοραστή προστασίας.

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

Η σύνθετη τιτλοποίηση διαφέρει επίσης από την παραδοσιακή τιτλοποίηση ως προς τον σκοπό. Πράγματι, η χρήση σύνθετης τιτλοποίησης έχει αναδειχθεί σε χρήσιμο εργαλείο για μεγάλο αριθμό τραπεζών στο πλαίσιο των δραστηριοτήτων τους όσον αφορά τον πιστωτικό κίνδυνο και την κεφαλαιακή διαχείριση, διότι τους επιτρέπει να μεταφέρουν τον πιστωτικό κίνδυνο στις ιδιωτικές κεφαλαιαγορές με αποτελεσματικό τρόπο, αποδεσμεύοντας συνεπώς τόσο κεφαλαιακά όρια όσο και όρια δανεισμού, γεγονός που τους παρέχει τη δυνατότητα να συνεχίσουν τις δανειοδοτικές τους δραστηριότητες, ενώ η παραδοσιακή τιτλοποίηση χρησιμοποιείται συνηθέστερα για την εξασφάλιση χρηματοδότησης από την πώληση στοιχείων ενεργητικού και όχι ως εργαλείο διαχείρισης πιστωτικού κινδύνου.

3. ΕΠΙΔΟΣΕΙΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

Δυναμική της αγοράς

Η μη διαθεσιμότητα ολοκληρωμένων δεδομένων σχετικά με τις εξελίξεις στην αγορά και τις επιδόσεις των σύνθετων τιτλοποιήσεων αποτέλεσε έναν από τους βασικούς παράγοντες που οδήγησαν στον περιορισμό του χαρακτηρισμού STS για τις παραδοσιακές τιτλοποιήσεις στον κανονισμό (ΕΕ) 2017/2402. Η ΕΒΑ κάλυψε το κενό αυτό, συλλέγοντας i) δεδομένα σχετικά με τον όγκο των συναλλαγών σύνθετων τιτλοποιήσεων εντός ισολογισμού για την περίοδο 2008 — αρχές του 2019· ii) δεδομένα σχετικά με τις επιδόσεις των σύνθετων τιτλοποιήσεων εντός ισολογισμού ως προς την αθέτηση για την ίδια περίοδο· iii) εποπτικά δεδομένα σχετικά με τις συναλλαγές που είχαν ως αποτέλεσμα μεταφορά σημαντικού κινδύνου· και iv) πληροφορίες από τον κλάδο, στο πλαίσιο εκδήλωσης στρογγυλής τραπέζης που διοργανώθηκε τον Μάρτιο του 2019, καθώς και από άλλη ανάλυση της αγοράς. Ωστόσο, παρά τις σημαντικές αυτές προσπάθειες, η εικόνα δεν είναι πλήρως ολοκληρωμένη, κυρίως λόγω του διμερούς και ιδιωτικού χαρακτήρα αυτών των ειδών συναλλαγών κατά τα έτη από την έναρξη της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης. Επιπλέον, πολλές από τις συναλλαγές που αναφέρθηκαν είχαν πραγματοποιηθεί τα τελευταία έτη και, ως εκ τούτου, δεν έχει συμπληρωθεί ακόμη πλήρης κύκλος οικονομικής δραστηριότητας. Τέλος, ορισμένα από τα εν λόγω δεδομένα συλλέχθηκαν μέσω ερευνών των συμμετεχόντων στην αγορά και ενδέχεται, επομένως, να μην είναι απολύτως αντιπροσωπευτικά ολόκληρης της αγοράς.

Οι πληροφορίες που συγκεντρώθηκαν κατέδειξαν ότι η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 έχει αναδιαμορφώσει ριζικά την αγορά σύνθετων τιτλοποιήσεων. Πριν από την κρίση, οι ευρωπαϊκές σύνθετες τιτλοποιήσεις είχαν κορυφωθεί κατά την περίοδο 2004-2005, με όγκους άνω των 180 δισ. EUR, λόγω μεγάλης προσφοράς συναλλαγών σύνθετης τιτλοποίησης αρμπιτράζ. Οι συναλλαγές αυτές υπέστησαν σημαντικές ζημίες κατά τη διάρκεια της κρίσης, γεγονός που αντικατοπτρίζει την πολυπλοκότητά τους, την έλλειψη διαφάνειας και τη μη επαρκή εναρμόνιση των συμφερόντων, και φαίνεται ότι έχουν εκλείψει σε μεγάλο βαθμό, καθώς η αγορά συνίσταται κυρίως επί του παρόντος σε συναλλαγές εντός ισολογισμού.

Από τα δεδομένα σχετικά με την έκδοση τιτλοποιήσεων καταγράφεται θετική τάση. Έπειτα από ολιγοετή υποτονική δραστηριότητα που καταγράφηκε μετά τη χρηματοπιστωτική κρίση και η οποία αποτυπώνει το στίγμα που αποδόθηκε στο μέσο της τιτλοποίησης, η αγορά σύνθετων τιτλοποιήσεων ανακάμπτει τα τελευταία έτη, ενώ αυξάνεται σταθερά τόσο ο αριθμός όσο και ο όγκος των συναλλαγών. Σύμφωνα με τα δεδομένα που συγκέντρωσε η Διεθνής Ένωση Διαχειριστών Χαρτοφυλακίου Πιστώσεων (IACPM), το 2018 κινήθηκαν περίπου 49 συναλλαγές συνολικού όγκου 105 δισ. EUR, ο οποίος αποτελεί τον υψηλότερο όγκο συναλλαγών από τον καιρό της χρηματοπιστωτικής κρίσης (βλέπε διάγραμμα 1).

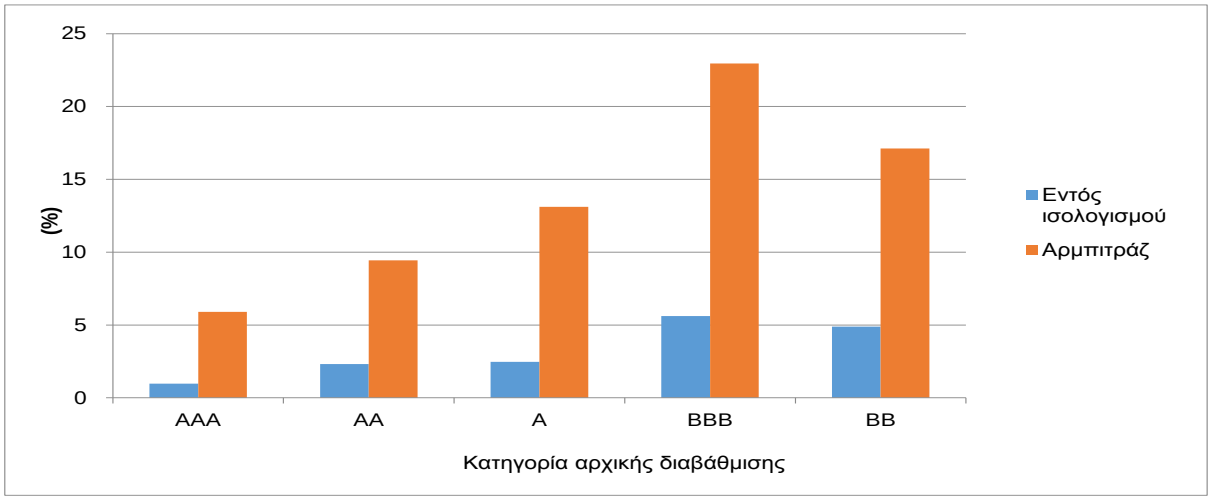
Διάγραμμα 1: Έκδοση ευρωπαϊκών τιτλοποιήσεων εντός ισολογισμού μετά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση



Πηγή: EBA, IACPM

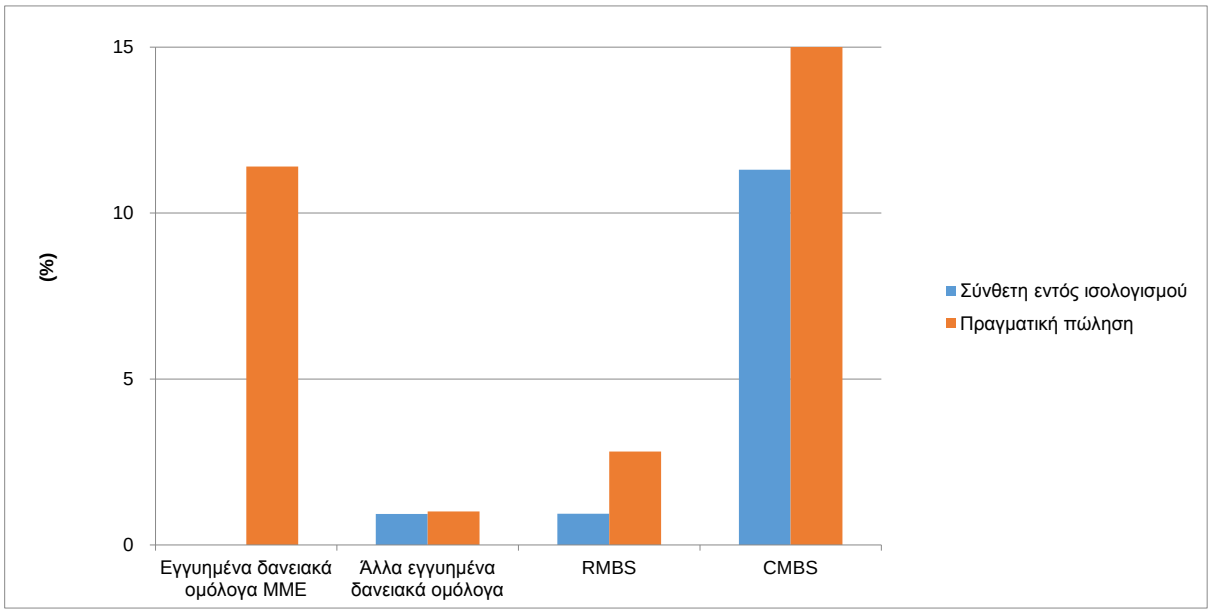
Η αλλαγή στη φύση της ευρωπαϊκής αγοράς σύνθετων τιτλοποιήσεων και η επικράτηση των τιτλοποιήσεων εντός ισολογισμού ενδέχεται να οφείλονται στα χαμηλά ποσοστά αθέτησης που παρουσίασε το μέσο, ακόμη και καθ' όλη τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008. Σύμφωνα με τα δεδομένα που συγκέντρωσε η EBA, οι επενδυτές σε συναλλαγές εντός ισολογισμού έχουν υποστεί σημαντικά χαμηλότερες ζημίες απ' ό,τι οι επενδυτές σε σύνθετες τιτλοποιήσεις αρμπιτράζ (βλέπε διάγραμμα 2). Μάλιστα, τα ποσοστά αθέτησης των συναλλαγών εντός ισολογισμού καθ' όλη τη διάρκεια ζωής έτειναν να υπερβαίνουν και τις επιδόσεις των παραδοσιακών τιτλοποιήσεων, για όλες τις βαθμίδες διαβάθμισης και τις κατηγορίες στοιχείων ενεργητικού (βλέπε διάγραμμα 3).

Διάγραμμα 2: Ποσοστό αθέτησης καθ' όλη τη διάρκεια ζωής για τα τμήματα σύνθετης τιτλοποίησης, στοιχεία στο τέλος του 2018



Πηγή: EBA, S&P

Διάγραμμα 3: Ποσοστά αθέτησης καθ' όλη τη διάρκεια ζωής για τις σύνθετες τιτλοποιήσεις εντός ισολογισμού και τις τιτλοποιήσεις μέσω πραγματικής πώλησης, επιλεγμένες κατηγορίες στοιχείων ενεργητικού (στοιχεία στο τέλος του 2018)



Πηγή: ΕΒΑ

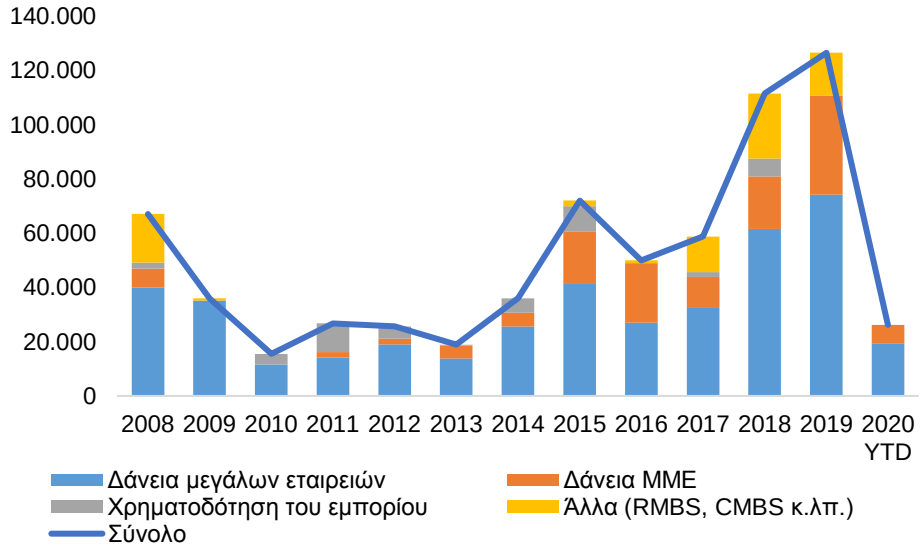
Σύνθεση στοιχείων ενεργητικού, αγοραστές και πωλητές

Από τα δεδομένα που συγκέντρωσε η ΕΒΑ προκύπτει ότι οι σύνθετες τιτλοποιήσεις εντός ισολογισμού φαίνεται να χρησιμοποιούνται για τη μεταφορά εταιρικού κινδύνου από τράπεζες σε κεφαλαιαγορές σε πολύ μεγαλύτερο βαθμό από ό,τι οι παραδοσιακές τιτλοποιήσεις. Οι συνηθέστερες κατηγορίες στοιχείων ενεργητικού στις συναλλαγές εντός ισολογισμού είναι δάνεια μεγάλων επιχειρήσεων και ΜΜΕ, και ακολουθεί η χρηματοδότηση του εμπορίου (βλέπε διάγραμμα 4)[8].

Οι μεταβιβάζουσες οντότητες σύνθετων τιτλοποιήσεων εντός ισολογισμού, προκειμένου να μεγιστοποιήσουν τον στόχο της κεφαλαιακής διευκόλυνσης, τείνουν να επιλέγουν κατηγορίες στοιχείων ενεργητικού με υψηλούς συντελεστές στάθμισης κινδύνου. Επιπλέον, από την ανάλυση της ΕΒΑ προκύπτει ότι οι μεταβιβάζουσες οντότητες σύνθετων τιτλοποιήσεων εντός ισολογισμού τείνουν να επιλέγουν χαρτοφυλάκια τα οποία αντιπροσωπεύουν την κύρια δραστηριότητά τους, γεγονός που ενδεχομένως αντικατοπτρίζει τη ζήτηση από πλευράς των επενδυτών για τη διασφάλιση της εναρμόνισης των συμφερόντων. Πράγματι, σε σύγκριση με τις παραδοσιακές τιτλοποιήσεις, είναι λιγότερο σύνηθες να περιλαμβάνουν οι σύνθετες τιτλοποιήσεις εντός ισολογισμού στοιχεία ενεργητικού σε αθέτηση ή υπερβολικά μοχλευμένα, γεγονός που μπορεί να αιτιολογεί εν μέρει τη διαφορά που παρατηρείται όσον αφορά τα ποσοστά αθέτησης. Τα ανοίγματα λιανικής τραπεζικής, όπως τα τιτλοποιημένα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια (RMBS) ή τα καταναλωτικά δάνεια, τείνουν επίσης να εμφανίζονται λιγότερο συχνά στις σύνθετες τιτλοποιήσεις εντός ισολογισμού, δεδομένου ότι παρουσιάζουν χαμηλότερους συντελεστές στάθμισης κινδύνου, με αποτέλεσμα να μειώνεται το όφελος από πλευράς κεφαλαιακής διευκόλυνσης, ενώ είναι επίσης πιθανότερο να υπόκεινται σε όρια εσωτερικής συγκέντρωσης, για παράδειγμα όσον αφορά τη γεωγραφική θέση, το είδος του δανειολήπτη ή τον οικονομικό τομέα, στοιχείο που τα καθιστά καταλληλότερα για παραδοσιακή τιτλοποίηση.

[8] Από τα δεδομένα των τελευταίων ετών προκύπτει αυξημένη διαφοροποίηση των κατηγοριών στοιχείων ενεργητικού, που περιλαμβάνουν ειδική δανειοδότηση (συμπεριλαμβανομένων των δανείων υποδομών), εμπορικά ακίνητα, οικιστικά ακίνητα, εμπορικές απαιτήσεις, δάνεια για την αγορά αυτοκινήτου, καθώς και ειδικότερες κατηγορίες, όπως μικροπιστώσεις και γεωργικά δάνεια.

Διάγραμμα 4: Κατανομή κατηγοριών στοιχείων ενεργητικού, σε εκατ. EUR



Πηγή: EBA, IACPM

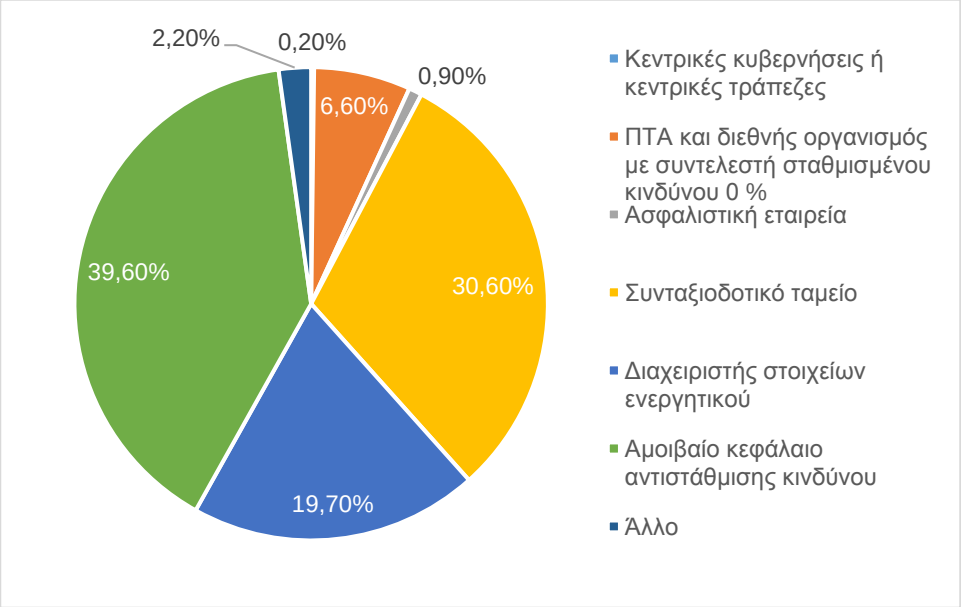
Χαρακτηριστικά της αγοράς

Επί του παρόντος, οι μεταβιβάζουσες οντότητες είναι κυρίως τράπεζες, ιδίως μεγάλες και συστημικά σημαντικές τράπεζες που χρησιμοποιούν μοντέλα εσωτερικής διαβάθμισης για τον υπολογισμό των κεφαλαιακών απαιτήσεων. Οι κύριοι λόγοι για τους οποίους μια μεταβιβάζουσα οντότητα επιδιώκει να προβεί σε σύνθετη τιτλοποίηση εντός ισολογισμού είναι η διαχείριση πιστωτικού κινδύνου και η αποδέσμευση κεφαλαίων. Ο δεύτερος λόγος αποκτά ολοένα και μεγαλύτερη βαρύτητα υπό το πρίσμα των ρυθμιστικών εξελίξεων, όπως η υιοθέτηση του πλαισίου της Βασιλείας ΙΙΙ και η εφαρμογή του ΔΠΧΑ 9.

Η πλειονότητα των επενδυτών σε σύνθετες τιτλοποιήσεις είναι μη τραπεζικές οντότητες, οι οποίες συνήθως είναι πολύ εξειδικευμένες στις πιστωτικές επενδύσεις και διαθέτουν πείρα δέουσας επιμέλειας όσον αφορά το χαρτοφυλάκιο. Η ομάδα των επενδυτών αποτελείται, κατά κύριο λόγο, από αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου, συνταξιοδοτικά ταμεία και διαχειριστές στοιχείων ενεργητικού, ενώ οι ασφαλιστικές εταιρείες αντιπροσωπεύουν αμελητέα μειονότητα (βλέπε διάγραμμα 5). Τα τελευταία έτη έχει διαπιστωθεί η είσοδος πολυμερών τραπεζών ανάπτυξης[9] και διεθνών οργανισμών (συμπεριλαμβανομένων των ΕΤΕπ/ΕΤαΕ, που εξακολουθούν να αποτελούν σημαντικό επενδυτή στην αγορά των ΜΜΕ).

[9] Οι πολυμερείς τράπεζες ανάπτυξης, έναντι των οποίων τα ανοίγματα είναι επιλέξιμα για συντελεστή στάθμισης κινδύνου 0 %, παρατίθενται στο άρθρο 117 παράγραφος 2 του ΚΚΑ.

Διάγραμμα 5: Επενδυτές, από άποψη όγκου % των διανεμηθέντων τμημάτων τιτλοποίησης κατά την περίοδο 2008-2019



Πηγή: IACPM, EBA· Σημείωση: ΠΤΑ – Πολυμερής τράπεζα ανάπτυξης

Οι μηχανισμοί πιστωτικής προστασίας που χρησιμοποιούνται στο πλαίσιο των σύνθετων τιτλοποιήσεων εντός ισολογισμού εξελίχθηκαν σημαντικά μετά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση. Οι μηχανισμοί μη χρηματοδοτούμενης πιστωτικής προστασίας (διμερείς συμβάσεις πιστωτικών παραγώγων ιδιωτικής διαπραγμάτευσης, όπως τα συμβόλαια ασφάλισης πιστωτικού κινδύνου) έχουν αντικατασταθεί σχεδόν εξ ολοκλήρου από τη χρηματοδοτούμενη προστασία (που περιλαμβάνει προκαταβολή στον αγοραστή προστασίας, με αποτέλεσμα την εξάλειψη της έκθεσης σε κίνδυνο αντισυμβαλλομένου, όπως τα ομόλογα που συνδέονται με τον πιστωτικό κίνδυνο υποκείμενου μέσου). Πράγματι, η EBA επισημαίνει στην έκθεσή της ότι το 90 % της πιστωτικής προστασίας που παρέχεται από τους ιδιώτες επενδυτές είναι πλέον χρηματοδοτούμενη πιστωτική προστασία.

Πέραν αυτής της πρόσθετης ασφάλειας που παρέχεται από την αλλαγή στη χρήση των μηχανισμών πιστωτικής προστασίας, η χρηματοπιστωτική κρίση επέφερε σημαντικές αλλαγές και στον τρόπο καταμερισμού και μεταφοράς των κινδύνων εντός της αγοράς. Σύμφωνα με την ανάλυση της EBA, οι μεταβιβάζουσες οντότητες τείνουν πλέον να μεταφέρουν το στοιχείο χαμηλής και/ή μέσης εξασφάλισης του πιστωτικού κινδύνου του χαρτοφυλακίου και να διατηρούν το τμήμα τιτλοποίησης του ίδιου χαρτοφυλακίου με την υψηλότερη εξοφλητική προτεραιότητα. Το τμήμα τιτλοποίησης με την υψηλότερη εξοφλητική προτεραιότητα είναι κατά κανόνα το μεγαλύτερο από τα τμήματα τιτλοποίησης και αντιστοιχεί κατά μέσο όρο περίπου στο 87 % του συνολικού όγκου των συναλλαγών. Πρόκειται για σημαντική αλλαγή στην πράξη, σε σύγκριση με την περίοδο πριν από την κρίση, κατά την οποία ένα «προνομιούχο» τμήμα τιτλοποίησης με υψηλή εξοφλητική προτεραιότητα[10] μεταφερόταν κατά κανόνα στους επενδυτές. Η EBA παρατήρησε ότι, ως απόκριση στην έναρξη εφαρμογής του νέου πλαισίου τιτλοποίησης, φαίνεται ότι τα τμήματα τιτλοποίησης ελάσσονος εξοφλητικής προτεραιότητας είναι πλέον μεγαλύτερα, στοιχείο που θα μπορούσε ενδεχομένως να προσελκύσει νέους επενδυτές στην αγορά.

[10] Ο χαρακτηρισμός ενός τμήματος τιτλοποίησης με υψηλή εξοφλητική προτεραιότητα ως «προνομιούχου» ήταν μια τεχνική που χρησιμοποιήθηκε από τις μεταβιβάζουσες οντότητες σύνθετων τιτλοποιήσεων πριν από την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, προκειμένου να τονιστεί ο θεωρούμενος άνευ κινδύνου χαρακτήρας του τμήματος τιτλοποίησης με την πλέον υψηλή εξοφλητική προτεραιότητα στη διάρθρωση της τιτλοποίησης. Κατά κανόνα, το τμήμα τιτλοποίησης που βρίσκεται κάτω από το «προνομιούχο» τμήμα τιτλοποίησης υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας θα λάμβανε διαβάθμιση AAA, συνεπώς το «προνομιούχο» τμήμα τιτλοποίησης υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας λαμβάνει τον χαρακτηρισμό «διαβάθμισης AAAA».

Όσον αφορά τη γεωγραφική κατανομή, πολλές από τις μεγαλύτερες συναλλαγές έχουν συγκεντρωθεί σε μικρό αριθμό κρατών μελών (Ηνωμένο Βασίλειο, Γερμανία, Ισπανία, Γαλλία και Ιταλία), μολονότι έχουν πραγματοποιηθεί επίσης συναλλαγές και σε άλλα κράτη μέλη της ΕΕ. Από την ανάλυση της ΕΒΑ προκύπτει επίσης ότι η πλειονότητα των συναλλαγών περιλαμβάνουν ανοίγματα πολλαπλής δικαιοδοσίας, από τα οποία τα περισσότερα αφορούν ανοίγματα εκτός Ευρώπης.

4. ΑΠΑΙΤΕΙΤΑΙ ΕΝΔΕΧΟΜΕΝΩΣ ΕΙΔΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ STS ΓΙΑ ΤΙΣ ΣΥΝΘΕΤΕΣ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΕΙΣ ΕΝΤΟΣ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ;

Ανάλυση σκοπιμότητας

Η ανάλυση πλεονεκτημάτων και μειονεκτημάτων, στην οποία προέβη η ΕΒΑ, υποδεικνύει ότι η θέσπιση ειδικού πλαισίου STS για τις σύνθετες τιτλοποιήσεις εντός ισολογισμού αναμένεται να αποφέρει πολλά μακροπρόθεσμα οφέλη στις χρηματοπιστωτικές αγορές και στην πραγματική οικονομία και, κατ' επέκταση, αναμένεται να βελτιώσει τη συνολική χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

Τα κύρια οφέλη από την επέκταση του χαρακτηρισμού STS είναι, όπως υποδηλώνει άλλωστε και η ονομασία του, η ενίσχυση της απλότητας, της διαφάνειας και της τυποποίησης του προϊόντος σύνθετης τιτλοποίησης. Με αυτόν τον τρόπο θα αντιμετωπιστούν ορισμένες από τις βασικές ανησυχίες που συνδέονται με τη σύνθετη τιτλοποίηση, όπως η εικαζόμενη πολυπλοκότητα, επικινδυνότητα, πιθανότητα αρμπιτράζ και απάτης, καθώς και η σχετική ασύμμετρη πληροφόρηση. Θα βελτιωθεί η αξιολόγηση των κινδύνων, τόσο από τα εμπλεκόμενα μέρη όσο και από τις εποπτικές αρχές, και θα διευκολυνθεί σε μεγάλο βαθμό η συνολική παρακολούθηση της αγοράς. Ακόμη και αν η αγορά εξακολουθεί εν πολλοίς να χαρακτηρίζεται από επί παραγγελία και διμερείς συναλλαγές, οι αρμόδιες αρχές θα ειδοποιούνται για κάθε συναλλαγή που διεκδικεί τον χαρακτηρισμό STS και θα έχουν τη δυνατότητα να επικοινωνούν με τα εμπλεκόμενα μέρη για να λάβουν περαιτέρω ενημέρωση. Τέλος, η τυποποίηση της αγοράς θα διευκολύνει την είσοδο νέων μεταβιβαζουσών οντοτήτων στην αγορά, εξέλιξη που θα μπορούσε επίσης να προσελκύσει περισσότερους επενδυτές.

Επιπλέον, η ανάπτυξη των τελικών στοιχείων της μεταρρύθμισης της Βασιλείας ΙΙΙ θα αυξήσει τη σημασία των εργαλείων διαχείρισης πιστωτικού κινδύνου και κεφαλαιακής διαχείρισης, όπως η σύνθετη τιτλοποίηση εντός ισολογισμού. Στο πλαίσιο αυτό, με τη διασφάλιση της ανάπτυξης της αγοράς εντός των παραμέτρων του ισχυρού πλαισίου STS αποφεύγεται ο κίνδυνος επανεμφάνισης των επιζήμιων πρακτικών του παρελθόντος και ευνοείται η χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

Παρά ταύτα, η ΕΒΑ προειδοποιεί ότι η θέσπιση ειδικού πλαισίου STS για τη σύνθετη τιτλοποίηση εντός ισολογισμού θα πρέπει να συνοδεύεται από τη δέουσα επιτήρηση, ώστε να αποτρέπονται αρνητικές συνέπειες. Ειδικότερα, όπως και στην περίπτωση του χαρακτηρισμού STS για την τιτλοποίηση απαιτήσεων τοις μετρητοίς, ο ηθικός κίνδυνος, όπως η αμέλεια από λιγότερο ειδικευμένους επενδυτές, ενδέχεται να αυξηθεί, λόγω της πιθανής αντίληψης ότι ο χαρακτηρισμός STS συνεπάγεται εγγενώς προϊόν χαμηλού κινδύνου, ανεξάρτητα από τις διαφορές μεταξύ μεμονωμένων συναλλαγών ή θέσεων στο πλαίσιο των συναλλαγών.

Επιπλέον, τίθεται το ερώτημα σχετικά με το αν η θέσπιση πλαισίου STS για τη σύνθετη τιτλοποίηση εντός ισολογισμού ενδέχεται να οδηγήσει σε περιορισμό της έκδοσης παραδοσιακών τιτλοποιήσεων STS. Ωστόσο, η πιθανότητα επέλευσης αυτού του κινδύνου δεν είναι σημαντική. Επίσης, η ΕΒΑ επισημαίνει ότι δεν θα πρέπει να αναμένονται ουσιωδώς σημαντικές επιπτώσεις στην παραδοσιακή τιτλοποίηση, λαμβανομένων υπόψη των διαφορετικών λειτουργιών και στόχων των δύο μέσων, τόσο για τις μεταβιβάζουσες οντότητες όσο και για τους επενδυτές.

Τέλος, θα πρέπει να σημειωθεί ότι, επί του παρόντος, το διεθνές πλαίσιο για απλή, διαφανή και συγκρίσιμη τιτλοποίηση, το οποίο αναπτύχθηκε από την Επιτροπή της Βασιλείας για την τραπεζική εποπτεία (BCBS) και τον Διεθνή Οργανισμό Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς (IOSCO), εξαιρεί από το πεδίο εφαρμογής του τη σύνθετη τιτλοποίηση. Βάσει των δεδομένων που συνέλεξε η ΕΒΑ και της τεχνικής ανάλυσης στην οποία προέβη, υπάρχουν στοιχεία προληπτικής εποπτείας τα οποία επιτρέπουν να εξεταστεί το ενδεχόμενο θέσπισης ειδικού πλαισίου STS για τη σύνθετη τιτλοποίηση εντός ισολογισμού.

Ανάλυση εφικτότητας

Σύμφωνα με την ΕΒΑ, ένα ειδικό πλαίσιο STS για τη σύνθετη τιτλοποίηση εντός ισολογισμού θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη τις διαρθρωτικές ιδιαιτερότητες του προϊόντος, οι οποίες διαφέρουν σε σχέση με την παραδοσιακή τιτλοποίηση. Ειδικότερα, οι ιδιαιτερότητες αυτές περιλαμβάνουν τον πιστωτικό κίνδυνο αντισυμβαλλομένου, τις ρυθμίσεις της μεταφοράς πίστωσης, καθώς και τα διαφορετικά κίνητρα και προοπτικές για τους αγοραστές και τους πωλητές προστασίας.

Λαμβάνοντας ως βάση τα υφιστάμενα κριτήρια STS για τις τιτλοποιήσεις μέσω πραγματικής πώλησης, η ΕΒΑ έχει προσδιορίσει ένα σύνολο κριτηρίων STS τα οποία μπορούν να εφαρμοστούν στη σύνθετη τιτλοποίηση εντός ισολογισμού, λαμβάνοντας ταυτόχρονα υπόψη τις ιδιαιτερότητές της. Με τα καθορισμένα κριτήρια επιδιώκεται επίσης να διασφαλιστεί ότι τα επισφαλή στοιχεία ενεργητικού που δεν εμπίπτουν στο πεδίο εφαρμογής των παραδοσιακών τιτλοποιήσεων STS, όπως τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια, τα τιτλοποιημένα ενυπόθηκα εταιρικά δάνεια ή τα εγγυημένα δανειακά ομόλογα, θα παραμείνουν εκτός του πεδίου εφαρμογής του χαρακτηρισμού STS.

Όσον αφορά την απλότητα και τη διαφάνεια, πολλά από τα κριτήρια STS για τις τιτλοποιήσεις μέσω πραγματικής πώλησης μπορούν να εφαρμοστούν και σε συναλλαγές σύνθετης τιτλοποίησης. Ορισμένα από αυτά θα πρέπει να τροποποιηθούν ή να αντικατασταθούν, διότι δεν είναι συναφή για τις συναλλαγές σύνθετης τιτλοποίησης. Για παράδειγμα, το κριτήριο πραγματικής πώλησης και η επιβολή του θα πρέπει να αντικατασταθούν από ορισμό των σύνθετων τιτλοποιήσεων εντός ισολογισμού, ο οποίος θα είναι προσεκτικά διατυπωμένος ώστε να εξαιρούνται οι συναλλαγές αρμπιτράζ, καθώς και από απαιτήσεις για τη διασφάλιση της αξιοπιστίας της σύμβασης πιστωτικής προστασίας. Κρίθηκαν επίσης αναγκαία ορισμένα νέα κριτήρια, όπως ο καθορισμός ασφαλίστρων πιστωτικής προστασίας και γεγονότων πρόωρης λήξης.

Η ΕΒΑ προτείνει την ουσιαστικότερη επανεξέταση των κριτηρίων τυποποίησης, δεδομένου ότι μόνο μερικά γενικά κριτήρια θα είναι συναφή για τις συναλλαγές σύνθετης τιτλοποίησης, όπως η απαίτηση διατήρησης του κινδύνου. Άλλα κριτήρια, όπως η μείωση των κινδύνων επιτοκίου και των συναλλαγματικών κινδύνων ή η κατανομή των ζημιών και η εξόφληση των τμημάτων τιτλοποίησης, τροποποιήθηκαν προκειμένου να αντικατοπτρίζουν καλύτερα τη φύση των πρακτικών σύνθετης τιτλοποίησης εντός ισολογισμού. Τέλος, ορισμένα νέα κριτήρια καθορίζουν βασικές πτυχές, όπως οι μηχανισμοί πιστωτικής προστασίας, το υπερβάλλον περιθώριο σύνθετης τιτλοποίησης, τα πιστωτικά γεγονότα και οι πληρωμές πιστωτικής προστασίας. Η τυποποίηση αυτής της αγοράς, που χαρακτηρίζεται σε μεγάλο βαθμό από συναλλαγές επί παραγγελία, θεωρήθηκε μία από τις βασικές προκλήσεις για την οικοδόμηση ενός αποτελεσματικού πλαισίου STS. Στην προτεινόμενη δέσμη κριτηρίων λαμβάνονται υπόψη οι υφιστάμενες βέλτιστες πρακτικές της αγοράς, ώστε να καθοριστεί ένα συνετό και λειτουργικό πρότυπο.

Στο παράρτημα ΙΙ παρατίθεται πλήρης κατάλογος των κριτηρίων STS που έχει προσδιορίσει η ΕΒΑ.

Όπως και στην περίπτωση των τιτλοποιήσεων STS μέσω πραγματικής πώλησης, ο χαρακτηρισμός STS για τη σύνθετη τιτλοποίηση δεν θα πρέπει να εκλαμβάνεται ότι σημαίνει τιτλοποίηση άνευ κινδύνου, αλλά ως ένδειξη ότι το προϊόν πληροί μια σειρά κριτηρίων και ότι ένας επιμελής πωλητής και αγοραστής προστασίας, καθώς και η αρμόδια εθνική αρχή, είναι σε θέση να αναλύσουν τον ενεχόμενο κίνδυνο. Τα κριτήρια που έχουν προσδιοριστεί λαμβάνουν υπόψη τους διάφορους στόχους

των σύνθετων τιτλοποιήσεων, δηλαδή τους σκοπούς διαχείρισης κεφαλαίων/κινδύνου σε αντίθεση με τη χρηματοδότηση, τη μεταφορά των υποκείμενων στοιχείων ενεργητικού χωρίς πραγματική πώληση, την έκθεση σε πιστωτικό κίνδυνο αντισυμβαλλομένου κ.λπ. και, ως εκ τούτου, επιδιώκουν τη διασφάλιση της προστασίας τόσο των μεταβιβαζουσών οντοτήτων όσο και των επενδυτών (δεδομένου ότι η μεταβιβάζουσα οντότητα είναι επίσης επενδυτής στη συναλλαγή, διότι διατηρεί το τμήμα της τιτλοποίησης με την υψηλότερη εξοφλητική προτεραιότητα). Αντιθέτως, το πλαίσιο STS για τις τιτλοποιήσεις μέσω πραγματικής πώλησης αποσκοπεί στη μεγιστοποίηση της προστασίας μόνο για τον επενδυτή, δεδομένου ότι η πώληση των στοιχείων ενεργητικού σε ΟΕΣΤ καθιστά την προστασία για τη μεταβιβάζουσα οντότητα λιγότερο σημαντική.

5. ΠΡΟΤΙΜΗΣΙΑΚΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΜΕΤΑΧΕΙΡΙΣΗ

Από άποψη προληπτικής εποπτείας, οι σύνθετες τιτλοποιήσεις αντιμετωπίζονται επί του παρόντος ως παραδοσιακές τιτλοποιήσεις (μέσω πραγματικής πώλησης) μη STS. Η μοναδική εξαίρεση από την προσέγγιση αυτή προβλέπεται στο άρθρο 270 του ΚΚΑ για τις σύνθετες τιτλοποιήσεις δανείων προς ΜΜΕ. Το άρθρο 270 αφορά το τμήμα τιτλοποίησης με την υψηλότερη εξοφλητική προτεραιότητα, το οποίο διατηρείται από τη μεταβιβάζουσα οντότητα των σύνθετων τιτλοποιήσεων και πληροί ένα σύνολο περιοριστικών κριτηρίων:

- τουλάχιστον το 70 % των τιτλοποιημένων ανοιγμάτων θα πρέπει να είναι ανοίγματα έναντι ΜΜΕ, όπως ορίζεται στο άρθρο 501 του ΚΚΑ,
- η τιτλοποίηση πληροί τα κριτήρια STS μέσω πραγματικής πώλησης που ισχύουν για τη σύνθετη τιτλοποίηση,
- ο πιστωτικός κίνδυνος που δεν διατηρείται από τη μεταβιβάζουσα οντότητα μεταφέρεται μέσω εγγύησης ή αντεγγύησης, η οποία πληροί τις απαιτήσεις του ΚΚΑ όσον αφορά τη μείωση του πιστωτικού κινδύνου, και ο εγγυητής/αντεγγυητής είναι είτε α) κεντρική κυβέρνηση ή κεντρική τράπεζα κράτους μέλους, πολυμερής τράπεζα ανάπτυξης ή διεθνής οργανισμός, και υπάγεται σε καθεστώς συντελεστή στάθμισης κινδύνου 0 % βάσει της τυποποιημένης προσέγγισης για τον πιστωτικό κίνδυνο, είτε β) θεσμικός επενδυτής, υπό την προϋπόθεση ότι η εγγύηση ή η αντεγγύηση είναι πλήρως εξασφαλισμένη με κατάθεση μετρητών στη μεταβιβάζουσα οντότητα.

Παρότι υπάρχουν ορισμένοι περιορισμοί ως προς τα συλλεχθέντα δεδομένα και την πρακτική εμπειρία όσον αφορά το πλαίσιο παραδοσιακής τιτλοποίησης STS, από την τεχνική ανάλυση στην οποία προέβη η ΕΒΑ θα μπορούσε να συναχθεί το συμπέρασμα ότι οι εγγενείς κίνδυνοι που συνδέονται με τις σύνθετες τιτλοποιήσεις εντός ισολογισμού οι οποίες πληρούν τα προσαρμοσμένα κριτήρια STS θα μπορούσαν να οδηγήσουν σε επανεξέταση του ΚΚΑ, με την προοπτική μιας πιο ευαίσθητης σε θέματα κινδύνων κεφαλαιακής μεταχείρισης του τμήματος τιτλοποίησης των εν λόγω μέσων που παρουσιάζει την υψηλότερη προεξοφλητική προτεραιότητα, ώστε να εναρμονιστεί με την προτιμησιακή μεταχείριση των παραδοσιακών τιτλοποιήσεων STS. Όπως παρατήρησε η ΕΒΑ, η προσέγγιση αυτή θα μπορούσε να αιτιολογηθεί από τις καλές επιδόσεις της σύνθετης τιτλοποίησης εντός ισολογισμού, σε σύγκριση με τη σύνθετη τιτλοποίηση αρμπιτράζ και την παραδοσιακή τιτλοποίηση, με χαμηλότερα ιδίως ποσοστά αθέτησης και ζημιών. Επιπλέον, με την επέκταση του χαρακτηρισμού STS θα καταστεί δυνατή η καλύτερη εκτίμηση των απλούστερων, πιο τυποποιημένων και πιο διαφανών σύνθετων τιτλοποιήσεων, όπου μπορεί να αναμένεται μείωση των κινδύνων αντιπροσώπευσης και υποδείγματος.

Όπως αναφέρεται στην έκθεση της ΕΒΑ, οι σύνθετες τιτλοποιήσεις εντός ισολογισμού δεν αποτελούν επί του παρόντος μέρος του πλαισίου STS που αναπτύχθηκε από την Επιτροπή της Βασιλείας, το οποίο επικεντρώνεται στις παραδοσιακές τιτλοποιήσεις. Ωστόσο, αυτή η απόκλιση από τα πρότυπα της Βασιλείας θα δικαιολογούνταν από άποψη προληπτικής εποπτείας, βάσει δεδομένων και τεχνικής ανάλυσης που αιτιολογούν την ορθότητα, από άποψη προληπτικής εποπτείας, της επέκτασης του πλαισίου STS στις σύνθετες τιτλοποιήσεις εντός ισολογισμού.

Η επέκταση του πλαισίου STS στις σύνθετες τιτλοποιήσεις εντός ισολογισμού θα παρείχε τη δυνατότητα υπαγωγής τους στην εδραιωμένη προτιμησιακή κεφαλαιακή μεταχείριση που επιφυλάσσεται για το προϊόν STS. Πάντως, η επέκταση αυτή θα μπορούσε να πλαισιωθεί από στοχευμένη επανεξέταση του άρθρου 270 του ΚΚΑ, προκειμένου να διασφαλιστεί α) η επέκταση της προτιμησιακής κεφαλαιακής μεταχείρισης που προβλέπεται στο εν λόγω άρθρο σε όλες τις σύνθετες τιτλοποιήσεις εντός ισολογισμού που πληρούν τα κριτήρια STS, ανεξάρτητα από το είδος του υποκείμενου ανοίγματος (με την απαλοιφή των διατάξεων που περιορίζουν επί του παρόντος την εφαρμογή του εν λόγω άρθρου στις σύνθετες τιτλοποιήσεις εντός ισολογισμού οι οποίες απαρτίζονται τουλάχιστον κατά 70 % από τιτλοποιημένα ανοίγματα έναντι ΜΜΕ) και β) η διατήρηση, παράλληλα, του ήδη υφιστάμενου περιορισμένου πεδίου εφαρμογής της προτιμησιακής κεφαλαιακής μεταχείρισης στο τμήμα τιτλοποίησης με την υψηλότερη εξοφλητική προτεραιότητα, το οποίο διατηρείται από τη μεταβιβάζουσα οντότητα και θεωρείται λιγότερο επισφαλές. Συνεπεία των προαναφερόμενων προσαρμογών, το τμήμα τιτλοποίησης με την υψηλότερη εξοφλητική προτεραιότητα, που διατηρείται από τη μεταβιβάζουσα οντότητα, θα υπόκειται σε κατώτατο συντελεστή στάθμισης κινδύνου 10 %.

Συνολικά, η συνδυασμένη επανεξέταση του πλαισίου STS και του ΚΚΑ στην περίπτωση των σύνθετων τιτλοποιήσεων εντός ισολογισμού, με την παροχή της δυνατότητας διαφοροποιημένης αντιμετώπισης, από πλευράς προληπτικής εποπτείας, των σύνθετων τιτλοποιήσεων εντός ισολογισμού που πληρούν τα κριτήρια STS, σε σύγκριση με εκείνες που δεν πληρούν τα κριτήρια STS και την τιτλοποίηση αρμπιτράζ, θα μπορούσε να αυξήσει την ευαισθησία του πλαισίου προληπτικής εποπτείας σε θέματα κινδύνου και να ενισχύσει την ελκυστικότητα του πλαισίου STS.

6. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Από την ανάλυση στην οποία προέβη η ΕΒΑ προκύπτει ότι είναι δυνατόν να καθοριστούν πρότυπα για τη σύνθετη τιτλοποίηση τα οποία να επιτρέπουν τον μετριασμό των κύριων παραγόντων του κινδύνου διάρθρωσης, όπως οι κίνδυνοι αντιπροσώπευσης και υποδείγματος, κατά τον ίδιο τρόπο με την παραδοσιακή τιτλοποίηση, και να δημιουργηθεί, επομένως, ένα υποσύνολο σύνθετης τιτλοποίησης συγκρίσιμο με την παραδοσιακή τιτλοποίηση STS. Τα στοιχεία καταδεικνύουν, μάλιστα, ότι οι ιστορικές επιδόσεις της σύνθετης τιτλοποίησης εντός ισολογισμού τείνουν να υπερβαίνουν τις αντίστοιχες επιδόσεις της παραδοσιακής τιτλοποίησης για την ίδια κατηγορία στοιχείων ενεργητικού. Πράγματι, από τεχνικής πλευράς, δεν υπάρχουν στοιχεία που να υποδηλώνουν ότι η διάρθρωση της σύνθετης τιτλοποίησης συνεπάγεται εγγενώς υψηλότερες ζημίες από ό,τι η διάρθρωση της παραδοσιακής τιτλοποίησης. Η ορθή σύνθετη διάρθρωση δεν έχει αρνητικό αντίκτυπο στις επιδόσεις της τιτλοποίησης.

Η ανάλυση δεν ανέδειξε ουσιώδεις αρνητικές συνέπειες που θα μπορούσαν να προβλεφθούν και να οφείλονται στη θέσπιση ειδικού πλαισίου STS για τις σύνθετες τιτλοποιήσεις εντός ισολογισμού. Από την άλλη πλευρά, η αναζωογόνηση της αγοράς σύνθετης τιτλοποίησης και η διασφάλιση της ανάπτυξής της εντός του ισχυρού πλαισίου STS συνεπάγεται διάφορα θετικά οφέλη για τις τράπεζες, τη χρηματοπιστωτική αγορά και τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, γενικότερα. Η μεταφορά κινδύνου από τις τράπεζες στον μη τραπεζικό τομέα αποτελεί έναν από τους κύριους στόχους της Ένωσης Κεφαλαιαγορών και θα μπορούσε να προωθήσει την οικονομική ανάπτυξη, διευκολύνοντας τη διαθεσιμότητα πιστώσεων για όσους την έχουν ανάγκη.

Βάσει της ανάλυσης της ΕΒΑ, είναι δυνατόν να δημιουργηθεί ειδικό πλαίσιο STS για τις σύνθετες τιτλοποιήσεις εντός ισολογισμού και να καθιερωθεί διαφοροποιημένη κανονιστική μεταχείριση, που θα περιορίζεται στην προσαρμογή του κατώτατου ορίου προληπτικής εποπτείας για το τμήμα τιτλοποίησης με την υψηλότερη εξοφλητική προτεραιότητα, το οποίο θα πρέπει να διατηρείται από το μεταβιβάζον πιστωτικό ίδρυμα, σε επίπεδο ισοδύναμο με το παραδοσιακό πλαίσιο STS.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ

Παράρτημα Ι: Συνοπτική σύγκριση της αγοράς σύνθετης τιτλοποίησης πριν και μετά την κρίση

	Αγορά σύνθετης τιτλοποίησης πριν από την κρίση	Αγορά σύνθετης τιτλοποίησης μετά την κρίση
Αγορά	Δημόσια	Ιδιωτική ή διμερής
Είδος τιτλοποίησης	Αρμπιτράζ και εντός ισολογισμού	Σχεδόν αποκλειστικά εντός ισολογισμού
Ιδιωτική/Δημόσια	Κυρίως δημόσια και διαβαθμισμένη	Κυρίως ιδιωτική και διμερής
Στοιχεία ενεργητικού	Κυρίως εταιρικά	Κυρίως εταιρικά, διαφοροποίηση και προσθήκη νέων κατηγοριών στοιχείων ενεργητικού
Μεταβιβάζουσες οντότητες	Μεγαλύτερες έως μεσαίας κατηγορίας τράπεζες, τυποποιημένες τράπεζες που υιοθετούν την προσέγγιση εσωτερικών διαβαθμίσεων (IRB)	Μεγάλες τράπεζες, κυρίως συστημικώς σημαντικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (SIFI)
Επενδυτές	Ευρύ φάσμα, κυρίως τίτλοι προερχόμενοι από τιτλοποίηση (ABS)	Στενό φάσμα, κυρίως εναλλακτικές επενδύσεις
Διάρθρωση	Πλήρης διάρθρωση σύνθετης τιτλοποίησης (υψηλής και ελάσσονος εξοφλητικής προτεραιότητας)	Μόνο τίτλοι μέσης/ελάσσονος εξοφλητικής προτεραιότητας
Μηχανισμός πιστωτικής προστασίας	Μη χρηματοδοτούμενη	Χρηματοδοτούμενη και μη χρηματοδοτούμενη για δημόσιες αγορές

Πηγή: EBA, Integer Advisors

Παράρτημα ΙΙ: Επισκόπηση των κριτηρίων STS και σύγκριση με τα κριτήρια STS για την παραδοσιακή τιτλοποίηση

Κριτήριο	**Σύγκριση με τα κριτήρια για την παραδοσιακή τιτλοποίηση (πλην εμπορικών χρεογράφων εξασφαλισμένων με στοιχεία ενεργητικού) (παραπομπές σε άρθρα του κανονισμού περί τιτλοποιήσεων)**
Απλότητα	
Κριτήριο 1: Σύνθετη τιτλοποίηση εντός ισολογισμού, μείωση του πιστωτικού κινδύνου	Αντικατάσταση του κριτηρίου πραγματικής πώλησης/εκχώρησης/εκχώρησης σε μεταγενέστερο στάδιο, των διατάξεων επιστροφής αμοιβών, των δηλώσεων και των εγγυήσεων για την αναγκαστική εκτέλεση της πραγματικής πώλησης (άρθρο 20 παράγραφοι 1 έως 5 του κανονισμού περί τιτλοποιήσεων) – με ορισμό των σύνθετων τιτλοποιήσεων εντός ισολογισμού και απαίτηση να διασφαλίζεται η αξιοπιστία της σύμβασης πιστωτικής προστασίας (κριτήρια μείωσης του πιστωτικού κινδύνου)
Κριτήριο 2: Δηλώσεις και εγγυήσεις	Προσαρμογή του κριτηρίου σχετικά με τις δηλώσεις και τις εγγυήσεις (άρθρο 20 παράγραφος 6): επέκταση των απαιτούμενων δηλώσεων και εγγυήσεων και προσαρμογή του στόχου και του περιεχομένου τους
Κριτήριο 3: Κριτήρια επιλεξιμότητας, μη ενεργή διαχείριση χαρτοφυλακίου	Προσαρμογή του κριτηρίου σχετικά με τα κριτήρια επιλεξιμότητας, μη ενεργή διαχείριση χαρτοφυλακίου (άρθρο 20 παράγραφος 7): προσαρμογή των επιτρεπόμενων τεχνικών διαχείρισης χαρτοφυλακίου, συμπερίληψη πρόσθετων προϋποθέσεων για την αφαίρεση των υποκείμενων ανοιγμάτων στην τιτλοποίηση
Κριτήριο 4: Ομοιογένεια, εκτελεστές υποχρεώσεις, πλήρης προσφυγή για τους οφειλέτες, περιοδικές ροές πληρωμών	*Παρόμοια (άρθρο 20 παράγραφος 8)*
Κριτήριο 5: Όχι κινητές αξίες	*Παρόμοια (άρθρο 20 παράγραφος 8)*
Κριτήριο 6: Όχι επανατιτλοποίηση	*Παρόμοια (άρθρο 20 παράγραφος 9)*
Κριτήριο 7: Πρότυπα αναδοχής και ουσιώδεις αλλαγές τους	Προσαρμογή του κριτηρίου σχετικά με τα πρότυπα αναδοχής και τις ουσιώδεις αλλαγές τους (άρθρο 20 παράγραφος 10): πρόσθετες διευκρινίσεις όσον αφορά τα είδη των επιλέξιμων οφειλετών και σε σχέση με την αναδοχή των υποκείμενων ανοιγμάτων
Κριτήριο 8: Αυτοπιστοποιούμενα δάνεια	*Παρόμοια (άρθρο 20 παράγραφος 10)*
Κριτήριο 9: Πιστοληπτική ικανότητα του δανειολήπτη	*Παρόμοια (άρθρο 20 παράγραφος 10)*
Κριτήριο 10: Πραγματογνωσία της μεταβιβάζουσας οντότητας	*Παρόμοια (άρθρο 20 παράγραφος 10)*
Κριτήριο 11: Απουσία ανοιγμάτων σε αθέτηση ή ανοιγμάτων που υπόκεινται σε εκκρεμείς διαφορές	*Παρόμοια (άρθρο 20 παράγραφος 11)*
Κριτήριο 12: Πραγματοποίηση τουλάχιστον μίας πληρωμής	*Παρόμοια (άρθρο 20 παράγραφος 12)*
ΝΕΟ κριτήριο: Ασφάλιστρα	Διευκρίνιση ότι τα ασφάλιστρα πιστωτικής προστασίας θα

πιστωτικής προστασίας	πρέπει να είναι εξαρτώμενα, δηλαδή το πραγματικό ποσό του καταβαλλόμενου ασφαλίστρου θα πρέπει να ορίζεται σε συνάρτηση με το μέγεθος και τον πιστωτικό κίνδυνο του προστατευόμενου τμήματος τιτλοποίησης. Δεν πρέπει να επιτρέπονται εγγυημένα ασφάλιστρα, προκαταβολές ασφαλίστρων, μηχανισμοί εκπτώσεων ή άλλοι μηχανισμοί παρόμοιου χαρακτήρα
ΝΕΟ κριτήριο: Γεγονότα πρόωρης λήξης	Καθορισμός εξαντλητικού, περιορισμένου αριθμού γεγονότων πρόωρης λήξης
Τυποποίηση	
Κριτήριο 13: Απαιτήσεις διατήρησης κινδύνου	*Παρόμοια (άρθρο 21 παράγραφος 1)*
Κριτήριο 14: Κατάλληλη μείωση κινδύνου επιτοκίου και συναλλαγματικού κινδύνου	Προσαρμογή του κριτηρίου σχετικά με την κατάλληλη μείωση του κινδύνου επιτοκίου και του συναλλαγματικού κινδύνου (άρθρο 21 παράγραφος 2): περαιτέρω καθορισμός μέτρων για την κατάλληλη μείωση του κινδύνου επιτοκίου και του συναλλαγματικού κινδύνου, με προσαρμογή στη σύνθετη τιτλοποίηση
Κριτήριο 15: Αναφερόμενες πληρωμές τόκων	*Παρόμοια (άρθρο 21 παράγραφος 3)*
Κριτήριο 16: Απαιτήσεις μετά την ειδοποίηση αναγκαστικής εκτέλεσης/επίσπευσης	Προσαρμογή του κριτηρίου σχετικά με τις απαιτήσεις μετά την ειδοποίηση αναγκαστικής εκτέλεσης/επίσπευσης (άρθρο 21 παράγραφος 4): προσαρμογή ώστε να αντικατοπτρίζει το γεγονός ότι δεν χρησιμοποιείται σε όλες τις σύνθετες τιτλοποιήσεις ΟΕΣΤ
Κριτήριο 17: Κατανομή των ζημιών και εξόφληση των τμημάτων τιτλοποίησης	Προσαρμογή του κριτηρίου σχετικά με τις απαιτήσεις για τη μη διαδοχική προτεραιότητα πληρωμών (άρθρο 21 παράγραφος 5): προσαρμογή με πρόσθετες απαιτήσεις κατ' αναλογία εξόφλησης και κατανομής των ζημιών
Κριτήριο 18: Διατάξεις πρόωρης εξόφλησης/συμβάντα που ενεργοποιούν τη λήξη της περιόδου ανακύκλωσης	Προσαρμογή του κριτηρίου σχετικά με τις διατάξεις πρόωρης εξόφλησης/τα συμβάντα που ενεργοποιούν τη λήξη της περιόδου ανακύκλωσης (άρθρο 21 παράγραφος 6): προσαρμογή με απαιτήσεις πρόωρης εξόφλησης μόνο σε περίπτωση χρήσης ΟΕΣΤ
Κριτήριο 19: Έγγραφα τεκμηρίωσης της συναλλαγής	Προσαρμογή του κριτηρίου σχετικά με τα έγγραφα τεκμηρίωσης της συναλλαγής (άρθρο 21 παράγραφος 7): με πρόσθετες απαιτήσεις προτύπων και διαδικασιών διαχείρισης
Κριτήριο 20: Πραγματογνωσία του διαχειριστή	*Παρόμοια (άρθρο 21 παράγραφος 8)*
Κριτήριο 21: Μητρώο αναφοράς	Αντικατάσταση του κριτηρίου σχετικά με τους ορισμούς, επανορθωτικά μέτρα στα έγγραφα τεκμηρίωσης της συναλλαγής (άρθρο 21 παράγραφος 9): απαιτήσεις ώστε στα έγγραφα τεκμηρίωσης της συναλλαγής να προσδιορίζεται ότι οι όροι πληρωμής καλύπτονται σε χωριστά κριτήρια
Κριτήριο 22: Έγκαιρη επίλυση συγκρούσεων μεταξύ επενδυτών	*Παρόμοια (άρθρο 21 παράγραφος 10)*
ΝΕΟ κριτήριο: Πιστωτικά γεγονότα	Ορισμοί πιστωτικών γεγονότων, συμπεριλαμβανομένης παραπομπής στο υφιστάμενο κείμενο του ΚΚΑ, και μέτρα χορήγησης περιόδου χάριτος
ΝΕΟ κριτήριο: Πληρωμές πιστωτικής προστασίας	Κριτήρια για τις πληρωμές πιστωτικής προστασίας, μεταξύ άλλων ότι θα πρέπει να βασίζονται στην πραγματική ζημία

ΝΕΟ κριτήριο: Πληρωμές πιστωτικής προστασίας μετά την εκκαθάριση/τον οριστικό διακανονισμό κατά την τελική νόμιμη ληκτότητα της σύμβασης πιστωτικής προστασίας	Καθορισμός κριτηρίων για τη διασφάλιση ελάχιστου βαθμού έγκαιρης καταβολής των πληρωμών πιστωτικής προστασίας
ΝΕΟ κριτήριο: Υπερβάλλον περιθώριο σύνθετης τιτλοποίησης	Καθορισμός των προϋποθέσεων υπό τις οποίες θα επιτρέπεται στη μεταβιβάζουσα οντότητα να αναλαμβάνει τη δέσμευση υπερβάλλοντος περιθωρίου σύνθετης τιτλοποίησης στο πλαίσιο της συναλλαγής. Θα πρέπει να προσδιορίζεται η αλληλεπίδραση μεταξύ του υπερβάλλοντος περιθωρίου της σύνθετης τιτλοποίησης και της πιθανής αξιολόγησης, από την εποπτική αρχή, της επίτευξης σημαντικής και αναλογικής μεταφοράς κινδύνου.
ΝΕΟ κριτήριο: Επιλέξιμη πιστωτική προστασία, αντισυμβαλλόμενοι και εξασφάλιση	Προσδιορισμός σαφούς συνόλου κανόνων για τον διακανονισμό πιστωτικής προστασίας και την εξασφάλιση της συναλλαγής.
Διαφάνεια	
Κριτήριο 23: Δεδομένα σχετικά με τις ιστορικές επιδόσεις ως προς την αθέτηση και τις ζημίες	*Παρόμοια (άρθρο 22 παράγραφος 1)*
Κριτήριο 24: Εξωτερική επαλήθευση του δείγματος	*Παρόμοια (άρθρο 22 παράγραφος 2)*
Κριτήριο 25: Μοντέλο ταμειακών ροών στοιχείων παθητικού	*Παρόμοια (άρθρο 22 παράγραφος 3)*
Κριτήριο 26: Περιβαλλοντική απόδοση των στοιχείων ενεργητικού	*Παρόμοια (άρθρο 22 παράγραφος 4)*
Κριτήριο 27: Συμμόρφωση με τις απαιτήσεις διαφάνειας	*Παρόμοια (άρθρο 22 παράγραφος 5)*
ΝΕΟ κριτήριο: Φορέας επαλήθευσης	Διαπίστωση της ανάγκης ορισμού ανεξάρτητου τρίτου φορέα επαλήθευσης για την επαλήθευση συγκεκριμένων στοιχείων της ειδοποίησης πιστωτικού γεγονότος για κάθε υποκείμενο άνοιγμα.

Πηγή: ΕΒΑ