EURÓPAI
BIZOTTSÁG

Brüsszel, 2020.7.24.
COM(2020) 284 final

A BIZOTTSÁG JELENTÉSE AZ EURÓPAI PARLAMENTNEK ÉS A TANÁCSNAK

az egyszerű, átlátható és egységesített – az eszközök mérlegen tartásával járó szintetikus értékpapírosításra korlátozott – szintetikus értékpapírosítás egyedi keretrendszerének létrehozásáról

(EGT-vonatkozású szöveg)

{SWD(2020) 120}

1. HÁTTÉR ÉS INDOKOLÁS

Az (EU) 2017/2402 rendelet[1] (*a továbbiakban: értékpapírosítási rendelet*) 45. cikkének (1) bekezdése előírja, hogy az Európai Bankhatóságnak (*a továbbiakban: EBH*) jelentést kell közzétennie az egyszerű, átlátható és egységesített (*a továbbiakban: STS)* – az eszközök mérlegen tartásával járó szintetikus értékpapírosításra korlátozott – szintetikus értékpapírosítás egyedi keretrendszerének megvalósíthatóságáról. Az eszközök mérlegen tartásával járó szintetikus értékpapírosítás olyan értékpapírosítási ügylet, ahol a kezdeményező intézmény, rendszerint egy bank, pénzügyi garanciákat vagy hitelderivatívákat használ arra, hogy harmadik felekre ruházza át valamely meghatározott, a mérlegében szereplő olyan eszközállományának hitelkockázatát, amelyeknél az esetek nagy többségében ő maga volt az eredeti hitelező is. Az alapul szolgáló eszközök jellemzően vállalati hitelek, kkv-hitelek vagy kereskedelemfinanszírozási eszközök – olyan eszközök, amelyek különböző okokból nehézkesebbek vagy kevésbé vonzóak az értékpapírosítást kezdeményező számára a hagyományos módon történő értékpapírosítás szempontjából. Az eszközök mérlegen tartásával járó szintetikus értékpapírosítás tehát egyértelműen megkülönböztethető az arbitrázs szintetikus értékpapírosítástól, amelybe olyan alapul szolgáló eszközök tartoznak, amelyek nem az értékpapírosítás kezdeményezőjének tulajdonában vannak. Az arbitrázs szintetikus ügylet fő célja nem a hitelkockázat fedezése, hanem hogy arbitrázs jöjjön létre az eszköz- vagy a termékindexhalmaz hitelminőségi felára és a létrejött értékpapírosítási termék felára között.

Az értékpapírosítási rendelet (24) preambulumbekezdése arra is felkéri az EBH-t, hogy határozza meg az ezen egyedi keretrendszerre vonatkozó kritériumokat „annak érdekében, hogy előmozdítsuk a reálgazdaság – és különösen az ilyen értékpapírosítás legnagyobb haszonélvezőinek számító kkv-k – finanszírozását”.

Az értékpapírosítási rendelet 45. cikkének (2) bekezdése előírja a Bizottság számára, hogy az EBH fent említett jelentése alapján nyújtson be jelentést az Európai Parlamentnek és a Tanácsnak az eszközök mérlegen tartásával járó szintetikus értékpapírosítás egyedi STS-keretrendszerének létrehozásáról, és adott esetben készítsen jogalkotási javaslatot is.

Az EBH jelentését 2020. május 6-án tették közzé[2]. A jelentés az EBH szintetikus értékpapírosításról szóló, 2015 decemberében közzétett korábbi jelentésére[3] – amelynek ajánlásai már a tőkekövetelményekről szóló rendeletben[4] (*a továbbiakban: tőkekövetelmény-rendelet*) is megjelennek – és a 2017 szeptemberében közzétett[5], az értékpapírosítás során történő jelentős kockázatátruházásról szóló vitaanyagra[6] támaszkodik. A jelentős kockázatátruházás különösen fontos a szintetikus értékpapírosítás szempontjából, mivel az ilyen típusú értékpapírosításban való részvétel egyik oka a kockázat átruházása és a tőketartalék ehhez kapcsolódó felszabadítása.

Az EBH a jelentése elkészítése közben, 2019 szeptemberében vitaanyagot tett közzé egy két hónapos konzultáció céljából. Mivel a válaszok zöme a piacelemzést és a szintetikus értékpapírosítás STS-keretrendszere kidolgozásának indokait egyaránt határozottan támogatta, az EBH jelentése az érdekelt

---

[1] Az Európai Parlament és a Tanács (EU) 2017/2402 rendelete (2017. december 12.) az értékpapírosítás általános keretrendszerének meghatározásáról, az egyszerű, átlátható és egységesített értékpapírosítás egyedi keretrendszerének létrehozásáról, valamint a 2009/65/EK, a 2009/138/EK és a 2011/61/EU irányelv és az 1060/2009/EK és a 648/2012/EU rendelet módosításáról.

[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] Az Európai Parlament és a Tanács (EU) 2017/2401 rendelete (2017. december 12.) a hitelintézetekre és befektetési vállalkozásokra vonatkozó prudenciális követelményekről szóló 575/2013/EU rendelet módosításáról.

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

[6] Jelentős kockázatátruházásra van szükség ahhoz, hogy az értékpapírosítást kezdeményező bank hagyományos értékpapírosítás esetén a kockázattal súlyozott eszközeiből ki tudja zárni az értékpapírosított kitettségeket, vagy szintetikus értékpapírosítás esetén a tőkekövetelmény-rendelet 251. és 252. cikkével összhangban ki tudja számítani a kockázattal súlyozott eszközeit.

felek széles körű konszenzusán alapszik mind az említett keretrendszer megvalósíthatóságát, mind pedig azokat a vonatkozó kritériumokat illetően, amelyek a keretrendszer részévé tennék a szintetikus értékpapírosítást.

2. AZ ESZKÖZÖK MÉRLEGEN TARTÁSÁVAL JÁRÓ SZINTETIKUS ÉRTÉKPAPÍROSÍTÁS SAJÁTOSSÁGAI

A szintetikus értékpapírosítás és a hagyományos/valódi átruházással járó értékpapírosítás alapvetően nem tér el egymástól az alapul szolgáló kitettségek jellege, a kockázat ügyletrészsorozatba sorolása és a tőkeszerkezet (vízesésstruktúra) tekintetében. Amiben azonban jelentősen eltérnek egymástól, az az, ahogyan a kockázatot az az értékpapírosítást kezdeményezőről a befektetőre hárítják át.

A hagyományos értékpapírosítás magában foglalja az eszközöknek az értékpapírok kibocsátója általi, oly módon történő tényleges szerződéses átruházását, hogy a tulajdonjog ténylegesen átszáll egy értékpapírosítási különleges célú gazdasági egységre, amely így jogosulttá válik az ezen eszközök által generált pénzáramlásra. Az eszközök mérlegen tartásával járó szintetikus értékpapírosítás a kockázatátruházást az értékpapírosítást kezdeményező és a befektető közötti, hitelkockázati fedezetre vonatkozó szerződés (hitelderivatívák vagy pénzügyi garanciák) révén valósítja meg oly módon, hogy az értékpapírosítást kezdeményező tulajdonában lévő, alapul szolgáló kitettségek az értékpapírosítást kezdeményező mérlegében maradnak. Következésképpen, míg a hagyományos értékpapírosításhoz értékpapírosítási különleges célú gazdasági egységre és az értékpapírok tényleges kibocsátására egyaránt szükség van, a szintetikus értékpapírosítás esetében egyikre sincs feltétlenül szükség.

Az eszközök mérlegen tartásával járó szintetikus értékpapírosítás a szintetikus mechanizmus által kínált nagyobb rugalmasságnak köszönhetően jellemzően könnyebben végrehajtható, mint a hagyományos értékpapírosítás. Emellett a költségeket tekintve jellemzően olcsóbb és gyorsabban lebonyolítható. Lehetővé teszi az értékpapírosítást kezdeményező számára, hogy elkerülje azokat a jogi és működési nehézségeket, amelyek a hagyományos ügyletek esetében az alapul szolgáló kitettségek tulajdonjogának átruházása során merülhetnek fel.

Az elmúlt években jelentősen egyszerűsödtek az eszközök mérlegen tartásával járó szintetikus értékpapírosítással kapcsolatos piaci gyakorlatok, és az iparági adatok arra engednek következtetni, hogy az eszközt kísérő dokumentáció terjedelme a globális pénzügyi válság előtti közel 500 oldalról mára kevesebb mint 50 oldalra csökkent, ami az összetettség jelentős csökkenésére utal. [7]

A szintetikus értékpapírosításhoz kapcsolódó kockázatátruházás nemcsak az ügylet tőkeszerkezetétől (*azaz* az ügyletrészsorozatba sorolástól) és az értékpapírosítást kezdeményező esetleges támogatási mechanizmusaitól függ (ahogy az a valódi átruházással járó értékpapírosítás esetében is van), hanem a felek által kötött, hitelkockázati fedezetre vonatkozó szerződés jellemzőitől és a befektető hitelképességétől is. A hitelkockázati fedezet igénybevétele, különösen abban az esetben, ha azt előre nem bocsátják rendelkezésre vagy nem állami kockázatot átvevők nyújtják, partnerkockázatnak teszi ki az egyes bankokat, valamint a kockázatot átvevők nagy koncentrációja esetében a pénzügyi rendszeren belül olyan mértékű egymásra utaltságot idézhet elő, ami rendszerszintű következményekkel járhat (ahogy az a 2008/2009-es pénzügyi válság során is bebizonyosodott). Ennek ellenére, ha mindkét fél a mögöttes kockázatok teljes ismeretében köti meg az ügyletet, csökken az értékpapírosítást kezdeményező és a befektető közötti érdekellentét kockázata, mivel a kockázatkezelés egyformán fontos a kockázatot átvevő és a kockázatot átadó számára.

A szintetikus értékpapírosítás a célját tekintve is eltér a hagyományos értékpapírosítástól. A szintetikus értékpapírosítás alkalmazása hasznos eszköznek bizonyult számos bank hitelkockázati és tőkekezelési tevékenységeiben, mivel lehetővé teszi számukra, hogy a hitelkockázatot hatékonyan átruházzák a magántőkepiacokra, ily módon tőke- és hitelezési korlátokat szabadítva fel, valamint lehetővé téve számukra a hitelezési tevékenységek folytatását, ugyanakkor a hagyományos

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

értékpapírosítást gyakrabban használják arra, hogy az eszközök értékesítéséből pénzeszközökhöz jussanak, és kevésbé használják hitelkockázat-kezelési eszközként.

3. PIACI TELJESÍTMÉNY

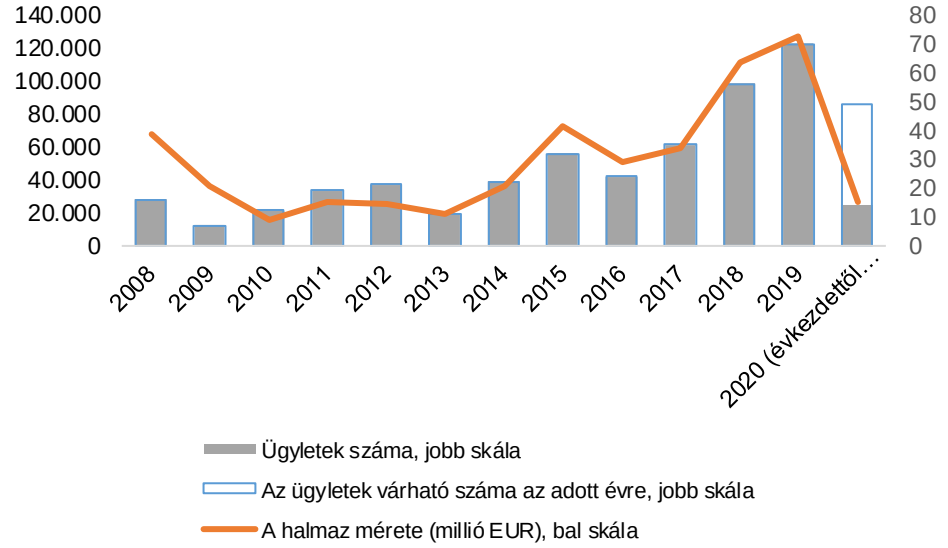
Piaci dinamikák

A piaci fejleményekre és a szintetikus értékpapírosítás teljesítményére vonatkozó átfogó adatok hiánya volt az egyik fő tényező, ami ahhoz vezetett, hogy az STS-jelölést az (EU) 2017/2402 rendeletben a hagyományos értékpapírosításokra korlátozták. Az EBH ezt a hiányosságot úgy orvosolta, hogy i. a 2008 és 2019 eleje közötti időszak tekintetében adatokat gyűjtött az eszközök mérlegen tartásával járó szintetikus értékpapírosítási ügyletek volumenéről; ii. ugyanezen időszak tekintetében adatokat gyűjtött az eszközök mérlegen tartásával járó szintetikus értékpapírosítás nemteljesítési teljesítményéről; iii. felügyeleti adatokat gyűjtött azokról az ügyletekről, amelyek jelentős kockázatátruházást valósítottak meg; és iv. iparági információkat gyűjtött egy 2019. márciusi kerekasztal-megbeszélés keretében, valamint más piaci elemzésekből. Azonban a jelentős erőfeszítések ellenére sem teljes a kép, főként abból kifolyólag, hogy a pénzügyi világválság óta eltelt években az ilyen típusú ügyletek kétoldalúak és magánjellegűek voltak. Ezen túlmenően a bejelentett ügyletek nagy része az elmúlt években keletkezett, és ezért esetükben még nem zajlott le egy teljes üzleti ciklus. Végezetül az adatok egy részét a piaci szereplők körében végzett felmérésekből gyűjtötték, ezért előfordulhat, hogy az egész piacra nézve nem teljesen reprezentatívak.

Az összegyűjtött információkból az derült ki, hogy a 2008-as pénzügyi válság alapjaiban alakította át a szintetikus értékpapírosítási piacot. Az európai szintetikus értékpapírosítás a válság előtt, 2004 és 2005 között érte el a csúcspontját, volumene pedig az arbitrázs szintetikus ügyletek nagy kínálatának köszönhetően meghaladta a 180 milliárd EUR-t. Ez utóbbiak a válság során jelentős veszteségeket szenvedtek, ami jól tükrözi azok összetettségét, valamint az átláthatóságuk és az érdekek megfelelő összehangolásának hiányát, és úgy tűnik, hogy nagyjából eltűntek, a piacot pedig most főként az eszközök mérlegen tartásával járó ügyletek uralják.

A kibocsátásra vonatkozó adatok pozitív tendenciát mutatnak. A pénzügyi válság utáni – az értékpapírosítási eszközhöz kapcsolódó stigma által fémjelzett – néhány évre jellemző visszafogott tevékenységet követően a szintetikus piac az elmúlt években fellendült, és az ügyeltek száma és volumene egyaránt folyamatosan növekedett. A Hitelportfólió-kezelők Nemzetközi Szövetsége (International Association of Credit Portfolio Managers – IACPM) által gyűjtött adatok szerint 2018-ban mintegy 49 ügyletet kezdeményeztek összesen 105 milliárd EUR értékben, ami a pénzügyi válság óta a legmagasabb érték volt (lásd az 1. ábrát).

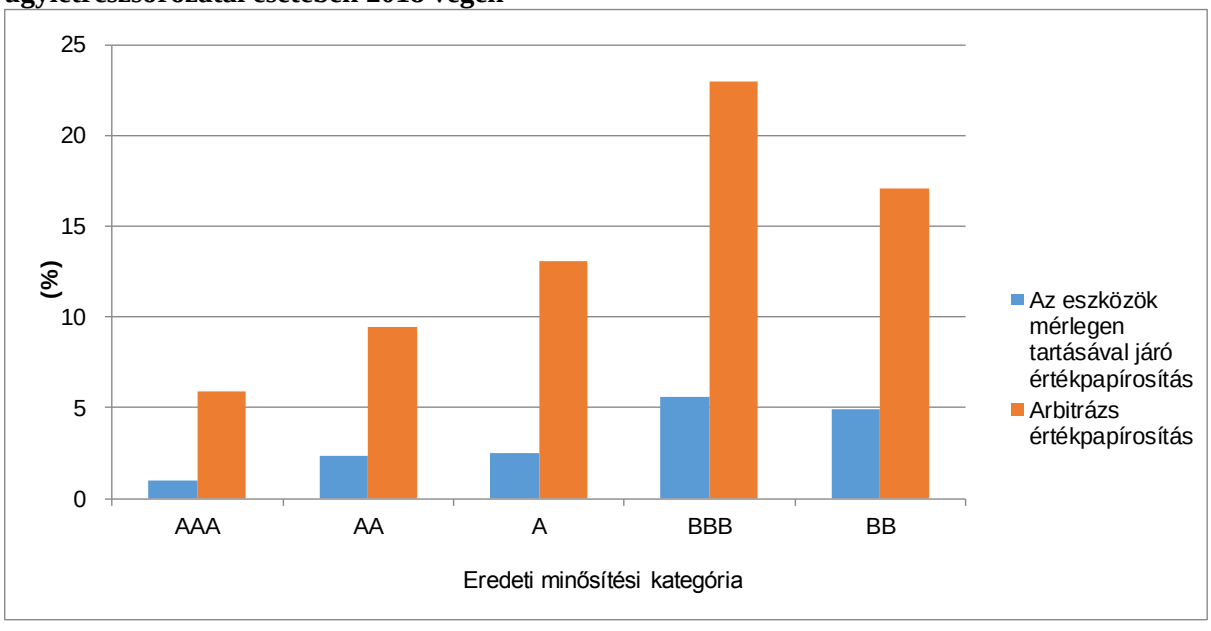
1. ábra: Az eszközök mérlegen tartásával járó európai értékpapírosítási kibocsátás a pénzügyi világválság után



Forrás: EBH, IACPM

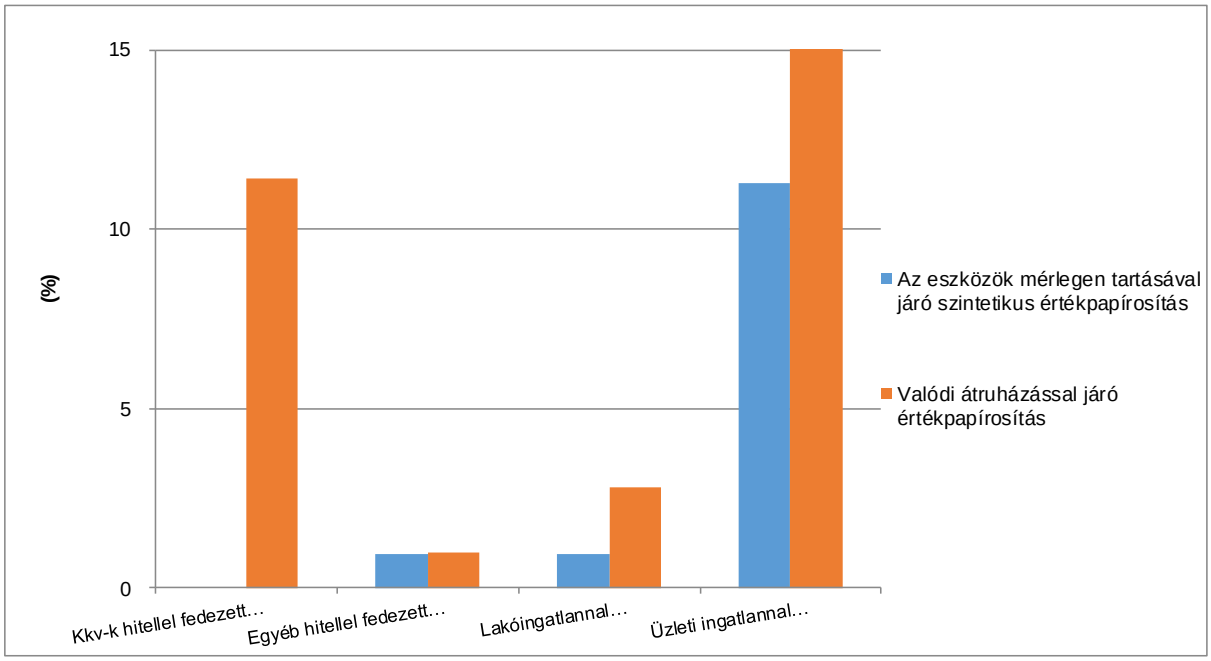
Az európai szintetikus értékpapírosítási piac jellegének változása és az eszközök mérlegen tartásával járó értékpapírosítási szegmens túlsúlya azzal magyarázható, hogy még a 2008-as pénzügyi válság során is alacsony volt az eszköz nemteljesítési rátája. Az EBH által gyűjtött adatok alapján a mérlegen belüli ügyletek befektetői lényegesen kisebb veszteségeket szenvedtek, mint az arbitrázs szintetikus ügyletek befektetői (lásd a 2. ábrát). Valójában a mérlegen belüli ügyletek egész élettartamra vonatkozó nemteljesítési rátája – minden minősítési kategória és eszközosztály tekintetében – általában fölülmúlta a hagyományos értékpapírosítást is (lásd a 3. ábrát).

2. ábra: Élettartamra vonatkozó nemteljesítési ráta a szintetikus értékpapírosítás ügyletrészsorozatai esetében 2018 végén



Forrás: EBH, S&P

3. ábra: Élettartamra vonatkozó nemteljesítési ráta az eszközök mérlegen tartásával járó szintetikus értékpapírosítás és a valódi átruházással járó értékpapírosítás esetében, kiválasztott eszközosztályok (2018 végén)



Forrás: EBH

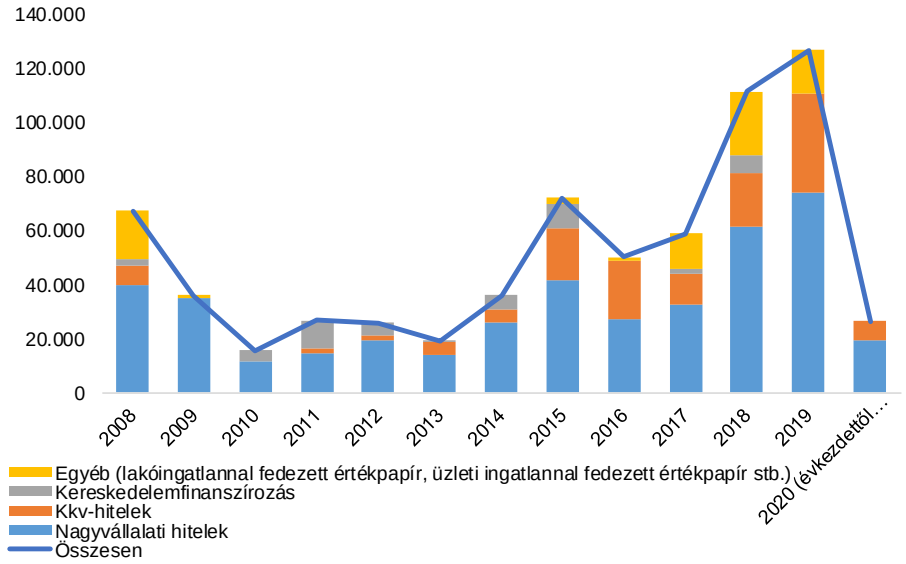
Az eszközök összetétele, eladók és vevők

Az EBH által gyűjtött adatokból az derül ki, hogy az eszközök mérlegen tartásával járó szintetikus értékpapírosítást láthatólag arra használják, hogy a szervezeti kockázatot a hagyományos értékpapírosításhoz képest jóval nagyobb mértékben hárítsák át a bankokról a tőkepiacokra. Az eszközök mérlegen tartásával járó ügyelteken belül túlsúlyban lévő eszközosztályok a nagyvállalati és kkv-hitelek, amelyeket kereskedelemfinanszírozás követ (lásd a 4. ábrát).[8]

A tőketartalék-felszabadítási cél maximalizálása érdekében az eszközök mérlegen tartásával járó szintetikus értékpapírosítást kezdeményezők általában magas kockázati súlyú eszközosztályokat választanak. Ezenfelül az EBH elemzéséből az derül ki, hogy az eszközök mérlegen tartásával járó szintetikus értékpapírosítást kezdeményezők jellemzően olyan portfóliókat választanak, amelyek fő üzleti tevékenységüket képviselik, ami a befektetőknek az érdekek összehangolásának biztosítása iránti igényét tükrözheti. Valójában a hagyományos értékpapírosításhoz képest az eszközök mérlegen tartásával járó szintetikus értékpapírosítás esetében kevésbé gyakori, hogy az stressztesztkeretében megvizsgált eszközöket vagy túlzott tőkeáttételű eszközöket is tartalmazzon, ami részben magyarázattal szolgálhat a nemteljesítési ráták tekintetében tapasztalt különbségre. A lakossággal szembeni kitettségek, például a lakóingatlannal fedezett értékpapírok vagy a fogyasztói hitelek láthatólag szintén ritkábban fordulnak elő az eszközök mérlegen tartásával járó szintetikus értékpapírosítás esetében, mivel alacsonyabb kockázati súlyokkal rendelkeznek, így a tőketartalék felszabadítása szempontjából kevesebb előnnyel járnak, és valószínűbb, hogy belső koncentrációs határértékek vonatkoznak rájuk például a földrajzi elhelyezkedés, a hitelfelvevő típusa vagy a gazdasági ágazat tekintetében, ami alkalmasabbá teszi őket a hagyományos értékpapírosításra.

[8] Az elmúlt évek adatai az eszközosztályok erőteljesebb diverzifikációjáról árulkodnak, hogy felöleljék a speciális hitelezést (beleértve az infrastrukturális hiteleket is), a kereskedelmi ingatlanokat, a lakóingatlanokat, a vevőkövetelésekat, a gépjárműhiteleket, valamint az elvontabb eszközosztályokat, például a mikrohiteleket és a mezőgazdasági hiteleket is.

4. ábra: Eszközosztályok szerinti bontás, millió EUR



Forrás: EBH, IACPM

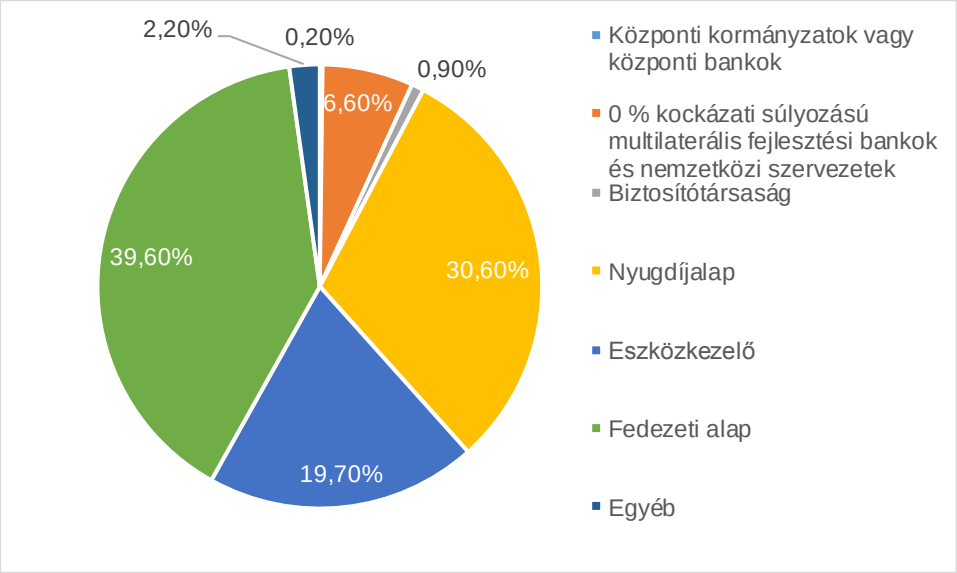
i. Piaci jellemzők

Az értékpapírosítást kezdeményezők jelenleg főként bankok, különösen nagy és rendszerszinten jelentős bankok, amelyek belső minősítésen alapuló módszereket alkalmaznak a tőkekövetelmények kiszámítására. A fő oka annak, amiért az értékpapírosítást kezdeményező eszközök mérlegen tartásával járó szintetikus értékpapírosításba kíván kezdeni, a hitelkockázat kezelése és a tőke felszabadítása. Az utóbbi egyre fontosabbá válik az olyan szabályozási fejlemények fényében, mint a Bázel III keretrendszer elfogadása és az IFRS 9 alkalmazása.

A szintetikus értékpapírosításban részt vevő befektetők többsége rendszerint nagymértékben hitelbefektetésre specializálódott és a portfólióátvilágítás terén jártas nem banki szervezet. A befektetők közé elsősorban fedezeti alapok, nyugdíjalapok és eszközkezelők tartoznak, míg a biztosítótársaságok elhanyagolható kisebbséget alkotnak (lásd az 5. ábrát). Az elmúlt években a befektetők között megjelentek a multilaterális fejlesztési bankok[9] és a nemzetközi szervezetek (ideértve az EBB-t/EBA-t is, amelyek továbbra is fontos befektetők a kkv-k piacán).

[9] A tőkekövetelmény-rendelet 117. cikkének (2) bekezdése felsorolja azokat a multilaterális fejlesztési bankokat, amelyekkel szembeni kitettségekhez 0 %-os kockázati súly rendelhető.

5. ábra: Befektetők a forgalomba hozott ügyletrészsorozatok volumenének %-ában a 2008–2019 közötti időszakban



Forrás: IACPM, EBH; Megjegyzés: MDB – multilaterális fejlesztési bank

Az eszközök mérlegen tartásával járó szintetikus értékpapírosítás keretében használt hitelkockázati fedezeti mechanizmusok jelentős fejlődésen mentek keresztül a pénzügyi világválságot követően. Az előre nem rendelkezésre bocsátott hitelkockázati fedezettel kapcsolatos mechanizmusokat (a kétoldalú, magánúton kötött származtatott hitelügyleteket, például hitel-nemteljesítési csereügyleteket) szinte teljes egészében felváltotta az előre rendelkezésre bocsátott fedezet (amely magában foglalta a kockázatot átvevőnek történő előzetes fizetést, megszüntetve ezáltal a partnerkockázati kitettséget, mint a hitelkockázathoz kapcsolt értékpapírt). Az EBH jelentésében csakugyan kiemeli, hogy a magánbefektetők által nyújtott hitelkockázati fedezet 90 %-a immár előre rendelkezésre bocsátott hitelkockázati fedezet.

Azon túlmenően, hogy hitelkockázati fedezeti mechanizmusok használatában bekövetkezett változások következtében megjelent ez a további biztosíték, a pénzügyi válság jelentős változásokat hozott a kockázat megosztásának és piacon belüli átruházásának módjában is. Az EBH elemzése szerint az értékpapírosítást kezdeményezők most már egyre inkább a portfólió hitelkockázatának hátrább sorolt és/vagy köztes elemét ruházzák át, az ugyanezen portfólió előresorolt ügyletrészsorozatát pedig megtartják. Az előresorolt ügyletrészsorozat jellemzően a legnagyobb ügyletrészsorozat lenne és az ügylet teljes volumenének mintegy 87 %-át tenné ki. Ez a gyakorlatban fontos változás a válság előtti időszakhoz képest, amikor a legelőresorolt ügyletrészsorozatot[10] jellemzően befektetőknél helyezték volna el. Az EBH azt tapasztalta, hogy az új értékpapírosítási keret hatályba lépésére válaszul a hátrább sorolt ügyletrészsorozatok láthatólag szélesebbé váltak, ami új befektetőket vonzhat a piacra.

Ami a földrajzi eloszlást illeti, a nagyobb ügyletek nagy része néhány tagállamban (Egyesült Királyság, Németország, Spanyolország, Franciaország és Olaszország) összpontosult, habár ilyen ügyletek más uniós tagállamokban is megfigyelhetők voltak. Az EBH elemzéséből az is kiderül, hogy az ügyletek többsége több joghatóság alá tartozó kitettségeket tartalmaz, amelyek többsége Európán kívüli kitettségeket is magában foglal.

[10] A legelőresorolt ügyletrészsorozat megnevezés a szintetikus értékpapírosítást kezdeményező által a pénzügyi világválság előtt használt módszer volt annak hangsúlyozására, hogy az értékpapírosítási struktúrában a legelőresorolt ügyletrészsorozat kockázatmentesnek tekinthető. A legelőresorolt ügyletrészsorozat jellemzően AAA minősítésű lenne, így viszont a legelőresorolt ügyletrészsorozatot „AAAA minősítésűre” lehetne keresztelni.

4. SZÜKSÉGESSÉG VAN AZ ESZKÖZÖK MÉRLEGEN TARTÁSÁVAL JÁRÓ SZINTETIKUS ÉRTÉKPAPÍROSÍTÁS ESETÉBEN KÜLÖN STS-KERETRENDSZERRE?

Szükségességgel kapcsolatos elemzés

A mellette és ellene szóló érvek EBH általi elemzése arra enged következtetni hogy az eszközök mérlegen tartásával járó szintetikus értékpapírosításra vonatkozó külön STS-keretrendszer bevezetése valószínűleg számos hosszú távú előnnyel járna a pénzügyi piacokra és a reálgazdaságra nézve, és ennélfogva várhatóan javítaná az általános pénzügyi stabilitást.

A jelölés kiterjesztésének fő előnyei – ahogy azt a név is sugallja – a szintetikus értékpapírosítási termék egyszerűsítése, valamint átláthatóságának és egységességének fokozása. Ez megoldást jelentene a szintetikus értékpapírosításhoz kapcsolódó fő aggályok némelyikére, úgymint az érzékelt összetettségére, a kockázatosságára, az arbitrázs és a csalás valószínűségére, valamint az azzal járó információs aszimmetriákra. Javulna az érintett felek és a felügyeleti hatóságok által végzett kockázatértékelés és jóval könnyebb lenne a piac átfogó nyomon követése. Még ha a piac továbbra is nagyrészt egyedi és kétoldalú maradna, az illetékes hatóságokat minden STS-jelölést igénylő ügyletről értesítenék, és az illetékes hatóságoknak módjukban állna az érintett felekkel együtt nyomon követni az ügyletet. Végezetül a piac egységesítése megkönnyítené az új értékpapírosítást kezdeményezők számára a piacra lépését, ami ugyancsak több befektetőt vonzhatna.

Ezenkívül a Bázel III reform végső elemeinek bevezetése növelné az eszközök mérlegen tartásával járó szintetikus értékpapírosításhoz hasonló hitelkockázat-kezelési és tőkekezelési eszközök jelentőségét. Ezzel összefüggésben a piac szilárd STS-keretrendszer paraméterein belüli fejlődésének biztosítása révén elkerülhető a káros múltbeli gyakorlatok újbóli megjelenésének kockázata, ami a pénzügyi stabilitás szempontjából is előnyös lenne.

Az EBH azonban figyelmeztet arra, hogy a káros következmények elkerülése érdekében gondoskodni kell arról, hogy az eszközök mérlegen tartásával járó szintetikus értékpapírosításra vonatkozó egyedi STS-keretrendszer bevezetéséhez felügyelet is társuljon. A pénzeszköz-értékpapírosítás STS-jelöléséhez hasonlóan megnövekedhet különösen az erkölcsi kockázatok veszélye – például a kevésbé tapasztalt befektetők hanyagsága – abból a lehetséges felfogásból fakadóan, hogy az STS-jelölés eleve alacsony kockázatú terméket takar az egyes ügyletek vagy az ügyleteken belüli egyes pozíciók közötti különbségektől függetlenül.

Emellett felmerül a kérdés, hogy az eszközök mérlegen tartásával járó szintetikus értékpapírosítás STS-keretrendszerének bevezetése vajon a hagyományos STS-értékpapírosítás csökkenéséhez vezethet-e. E kockázat bekövetkezésének valószínűsége azonban nem jelentős. Az EBH arra is rámutat, hogy a hagyományos értékpapírosítást illetően nem várható jelentős hatás a két eszköznek – az értékpapírosítást kezdeményezőkre és a befektetőkre nézve – eltérő funkcióiból és célkitűzéseiből adódóan.

Végezetül meg kell jegyezni, hogy jelenleg a Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság és az Értékpapír-felügyeletek Nemzetközi Szervezete (IOSCO) által kidolgozott, az egyszerű, átlátható és összehasonlítható értékpapírosítás nemzetközi keretrendszere kizárja a hatálya alól a szintetikus értékpapírosítást. Az összegyűjtött adatok és az EBH által végzett technikai elemzés alapján prudenciális bizonyítékok állnak rendelkezésre az eszközök mérlegen tartásával járó szintetikus értékpapírosításra vonatkozó egyedi STS-keretrendszer megfontolásához.

Megvalósíthatósági elemzés

Az EBH szerint az eszközök mérlegen tartásával járó szintetikus értékpapírosításra vonatkozó egyedi STS-keretrendszernek figyelembe kellene vennie a termék azon strukturális sajátosságait, amelyek eltérnek a hagyományos értékpapírosítástól. E sajátosságok közé tartoznak különösen a

partnerkockázat, az átutalás módozatai, valamint a kockázatot átadók és a kockázatot átvevők eltérő motivációi és kilátásai.

A valódi átruházással járó értékpapírosításra vonatkozó meglévő STS-kritériumokat véve alapul az EBH meghatározta az eszközök mérlegen tartásával járó szintetikus értékpapírosításra alkalmazható STS-kritériumokat, figyelembe véve ugyanakkor az utóbbiak sajátosságait. Az EBH az azonosított kritériumokkal azt is biztosítani kívánja, hogy a hagyományos STS értékpapírosítás hatályán kívül eső kockázatos eszközök – mint a nemteljesítő hitelek, a vállalati jelzálog-fedezetű értékpapírok vagy a hitellel fedezett kötelezvények – továbbra se tartozzanak az STS jelölés hatálya alá.

Ami az egyszerűséget és az átláthatóságot illeti, a valódi átruházással járó értékpapírosításra vonatkozó STS-kritériumok közül sok a szintetikus ügyletekre is alkalmazható. Némelyiket módosítani kellene, illetve fel kellene váltani, mivel nem relevánsak a szintetikus ügyletek szempontjából. Például a valódi átruházás kritériumát és annak végrehajtását az eszközök mérlegen tartásával járó szintetikus értékpapírosítás – az arbitrázsügyletek kizárása érdekében körültekintően megfogalmazott – meghatározásával, valamint a hitelkockázati fedezetre vonatkozó szerződés megbízhatóságát biztosító követelményekkel kellene felváltani. Ugyancsak szükségesnek tűnt néhány új kritériumot bevezetni, ideértve például a hitelkockázati fedezeti díjak és a lejárat előtti visszaváltást kiváltó események meghatározását is.

Az EBH az egységesítési kritériumok alaposabb felülvizsgálatát javasolja, mivel a szintetikus ügyletek esetében csupán néhány általános kritérium – például a kockázatmegtartási követelmény – lenne releváns. A többi kritériumot – mint a kamatláb- és devizakockázatok mérséklését, illetve a veszteségelosztást és az ügyletrészsorozat amortizációját – módosították annak érdekében, hogy azok jobban tükrözzék az eszközök mérlegen tartásával járó szintetikus értékpapírosítás sajátosságait. Végül számos új kritérium részletesen kitér az olyan kulcsfontosságú szempontokra, mint a hitelkockázati fedezeti mechanizmusok, a szintetikus értékpapírosítási felár, a hitelkockázati események és a hitelkockázati fedezettel kapcsolatos kifizetések. E nagyrészt egyedi piac egységesítését a hatékony STS-keretrendszer kialakítása előtt álló egyik legfőbb kihívásnak tekintették. A javasolt kritériumok a prudens és megvalósítható standardok meghatározásához figyelembe veszik a meglévő legjobb piaci módszereket.

A II. melléklet tartalmazza az EBH által meghatározott STS-kritériumok teljes listáját.

A valódi átruházással járó értékpapírosításhoz hasonlóan a szintetikus STS jelölés nem értelmezhető úgy, hogy a szóban forgó értékpapírosítás kockázatmentes lenne, hanem inkább azt jelenti, hogy a termék számos kritériumnak tesz eleget, és a megfelelő gondossággal eljáró kockázatot átadó és kockázatot átvevő, valamint az illetékes nemzeti hatóság képes lesz elemezni a felmerülő kockázatot. Az azonosított kritériumok figyelembe veszik a szintetikus értékpapírosítás különböző célkitűzéseit, azaz azt, hogy annak célja a finanszírozás helyett a tőke- vagy a kockázatkezelés, nem valósul meg az alapul szolgáló eszközök tényleges átruházása, partnerkockázati kitettség áll fenn stb., és ezért arra irányulnak, hogy az értékpapírosítást kezdeményezők és a befektetők védelmét egyaránt biztosítsák (hiszen az értékpapírosítást kezdeményező szintén az ügylet befektetője, aki megtartja az előresorolt ügyletrészsorozatot). Ezzel szemben a valódi átruházással járó értékpapírosításra vonatkozó STS-keretrendszer célja kizárólag a befektető védelmének maximalizálása, mivel az eszközök értékpapírosítási különleges célú gazdasági egységnek való értékesítése miatt kevésbé fontos az értékpapírosítást kezdeményező védelme.

5. KEDVEZMÉNYES TŐKEKÖVETELMÉNY

Prudenciális szempontból a szintetikus értékpapírosításokat jelenleg hagyományos (valódi átruházással járó) nem STS értékpapírosításként kezelik. E megközelítés alóli egyetlen kivételről a tőkekövetelmény-rendeletnek a kkv-hitelek szintetikus értékpapírosítására vonatkozó 270. cikke rendelkezik. A 270. cikk a szintetikus értékpapírosítást kezdeményező által megtartott olyan előresorolt ügyletrészsorozatra vonatkozik, amely egy sor korlátozó kritériumnak felel meg:

- az értékpapírosított kitettségek legalább 70 %-át a tőkekövetelmény-rendelet 501. cikke szerinti, kkv-kkal szembeni kitettségeknek kell alkotniuk;
- az értékpapírosítás eleget tesz a valódi átruházással járó értékpapírosításra vonatkozó, a szintetikus értékpapírosításra is alkalmazandó STS-kritériumoknak;
- az értékpapírosítást kezdeményező által meg nem tartott hitelkockázatot olyan garancia vagy viszontgarancia révén ruházzák át, amely teljesíti a hitelkockázat-mérsékléssel kapcsolatban a tőkekövetelmény-rendeletben meghatározott követelményeket, és a garantőr vagy viszontgarantőr vagy a) valamely tagállam központi kormányzata vagy központi bankja, multilaterális fejlesztési bank vagy nemzetközi szervezet, és a hitelkockázat sztenderd módszere alapján 0 %-os kockázati súlyra jogosult; vagy b) intézményi befektető, feltéve, hogy a garanciát vagy viszontgaranciát teljes egészében az értékpapírosítást kezdeményezőnél készpénzletét formájában elhelyezett biztosíték fedezi.

Annak ellenére, hogy az összegyűjtött adatok és a hagyományos STS értékpapírosítás keretrendszerével kapcsolatos gyakorlati tapasztalatok némileg korlátozottak, az EBH által végzett technikai elemzés alapján megállapítható, hogy a kiigazított STS-kritériumoknak megfelelő, az eszközök mérlegen tartásával járó szintetikus értékpapírosításhoz kapcsolódó eredendő kockázatok szükségessé tehetik a tőkekövetelmény-rendelet felülvizsgálatát annak érdekében, hogy az említett eszközök előresorolt ügyletrészsorozata tekintetében kockázatvezéreltebb tőkekövetelményeket határozzanak meg, összehangolva azt a hagyományos STS értékpapírosítások kedvezőbb elbírálásával. Ahogy azt az EBH megállapította, ezt az eszközök mérlegen tartásával járó szintetikus értékpapírosításnak az arbitrázs szintetikus értékpapírosításhoz és a hagyományos értékpapírosításhoz viszonyított jó teljesítménye és különösen alacsony nemteljesítési és veszteségrátája indokolná. Emellett az STS-jelölés kiterjesztése lehetővé tenné az egyszerűbb, egységesebb és átláthatóbb szintetikus értékpapírosítások jobb értékelését abban az esetben, ha alacsonyabb ügynöki és modellkockázatok várhatók.

Az EBH jelentésében említetteknek megfelelően az eszközök mérlegen tartásával járó szintetikus értékpapírosítás jelenleg nem része a Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság által kidolgozott STS-keretrendszernek, amelynek középpontjában a hagyományos értékpapírosítások állnak. A bázeli szabályozástól való ezen eltérést mindazonáltal prudenciálisan olyan adatok és technikai elemzések indokolnák, amelyek az STS-keretrendszer eszközök mérlegen tartásával járó szintetikus értékpapírosításra való kiterjesztésének prudenciális megbízhatóságát bizonyítják.

Az STS-keretrendszer eszközök mérlegen tartásával járó szintetikus értékpapírosításra való kiterjesztése lehetővé tenné az utóbbi számára, hogy az STS-termékek tekintetében meghatározott kedvezményes tőkekövetelmények rájuk is vonatkozzanak. Ez mindazonáltal a tőkekövetelmény-rendelet 270. cikkének célzott felülvizsgálatával is megvalósítható, biztosítva a) az e cikk által kínált kedvezményes tőkekövetelményeknek az STS kritériumoknak megfelelő, az eszközök mérlegen tartásával járó valamennyi szintetikus értékpapírosításra való kiterjesztését az alapul szolgáló kitettség típusától függetlenül (törölve azokat a rendelkezéseket, amelyek e cikk hatályát jelenleg azokra az eszközök mérlegen tartásával járó szintetikus értékpapírosításokra korlátozzák, amelyek legalább 70 %-át kkv-kkal szembeni értékpapírosított kitettségek alkotják), ugyanakkor b) fenntartva az értékpapírosítást kezdeményező által megtartott, kevésbé kockázatosnak tekintett előresorolt ügyletrészsorozatra vonatkozó kedvezményes tőkekövetelmények már meglévő korlátozott hatályát. E kiigazítások következtében az értékpapírosítást kezdeményező által megtartott előresorolt ügyletrészsorozatra 10 %-os alsó kockázatisúly-határ vonatkozna.

Összességében az STS-keretrendszernek és a tőkekövetelmény-rendeletnek az eszközök mérlegen tartásával járó szintetikus értékpapírosítás esetében végzett együttes felülvizsgálata révén– ami lehetővé tenné az STS-kritériumoknak megfelelő, eszközök mérlegen tartásával járó szintetikus értékpapírosításnak az STS-kritériumoknak meg nem felelő, eszközök mérlegen tartásával járó szintetikus értékpapírosítástól és arbitrázs értékpapírosítástól eltérő prudenciális kezelését – a prudenciális keret kockázatvezéreltebb lenne és fokozódna az STS-keretrendszer vonzereje.

6. KÖVETKEZTETÉSEK

Az EBH által végzett elemzésből az derül ki, hogy a szintetikus értékpapírosítás tekintetében lehetőség van olyan előírásokat meghatározni, amelyek a hagyományos értékpapírosításhoz hasonlóan lehetővé teszik a strukturálási kockázatok, például az ügynöki és modellkockázatok fő kiváltó okainak mérséklését, ezáltal a szintetikus értékpapírosításnak a hagyományos STS-értékpapírosításhoz hasonló körét hozva létre. A bizonyítékok azt mutatják, hogy az eszközök mérlegen tartásával járó szintetikus értékpapírosítás múltbeli teljesítménye általában meghaladja a hagyományos értékpapírosítás ugyanezen eszközosztállyal kapcsolatos teljesítményét. Technikai szempontból valóban nincs arra utaló bizonyíték, hogy a szintetikus értékpapírosítási struktúra eleve magasabb veszteségekkel járna, mint a hagyományos értékpapírosítási struktúra. A szilárd szintetikus struktúra nem érinti hátrányosan az értékpapírosítás teljesítményét.

Az elemzés nem mutat rá semmilyen olyan lényeges negatív következményre, amely előreláthatólag az eszközök mérlegen tartásával járó szintetikus értékpapírosításra vonatkozó egyedi STS-keretrendszer létrehozásával járna. Másrészről a szintetikus értékpapírosítási piac újjáélesztése és fejlődésének szilárd STS-keretrendszeren belüli biztosítása számos pozitív előnnyel jár a bankok és a pénzügyi piac számára, valamint általában a pénzügyi stabilitás szempontjából. A kockázatoknak a bankokról a nem banki szektorra történő áthárítása a tőkepiaci unió egyik fő célkitűzése, valamint előmozdíthatja a gazdasági növekedést a hitelhez jutás azok számára történő megkönnyítése révén, akiknek arra szükségük van,.

Az EBH elemzése alapján lehetőség van az eszközök mérlegen tartásával járó szintetikus értékpapírosításokra vonatkozó egyedi STS-keretrendszer létrehozására és eltérő szabályozás bevezetésére, amely az értékpapírosítást kezdeményező által megtartandó előresorolt ügyletrészsorozat prudenciális alsó határának a hagyományos STS-keretrendszerrel azonos szintre történő kiigazítására korlátozódik.

MELLÉKLETEK

I. melléklet: A válság előtti és utáni szintetikus piac összehasonlításának összefoglalása

	A válság előtti szintetikus piac	A válság utáni szintetikus piac
Piac	Állami	Magán vagy kétoldalú
Értékpapírosítás típusa	Arbitrázs és az eszközök mérlegen tartásával járó értékpapírosítás	Szinte kizárólag az eszközök mérlegen tartásával járó értékpapírosítás
Magán/állami	Többnyire állami és minősített	Többnyire magán és kétoldalú
Eszközök	Többnyire vállalati	Többnyire vállalati, diverzifikáció és új eszközosztályok hozzáadása
Értékpapírosítást kezdeményezők	Nagyobb és közepes méretű bankok, belső minősítésen alapuló módszerre áttérő szabványosított bankok	Nagy bankok, főként rendszerszinten jelentős intézmények
Befektetők	Széles körű, főleg eszközfedezetű értékpapír	Szűk körű, főleg alternatív
Struktúra	Teljesen szintetikus struktúra (előresorolt + hátrább sorolt ügyletrészsorozatok)	Kizárólag köztes/hátrább sorolt ügyletrészsorozatok
Hitelkockázati fedezeti mechanizmus	Előre nem rendelkezésre bocsátott hitelkockázati fedezet	Előre rendelkezésre bocsátott hitelkockázati fedezet, valamint állami esetében előre nem rendelkezésre bocsátott hitelkockázati fedezet

Forrás: EBH, Integer Advisors

II. melléklet: Az STS-kritériumok áttekintése és a hagyományos értékpapírosításra vonatkozó STS-kritériumokkal való összehasonlítás

Kritérium	Összehasonlítás a hagyományos (az eszközfedezetű kereskedelmi értékpapírokon kívüli) értékpapírosításra vonatkozó kritériumokkal (hivatkozás az értékpapírosítási rendelet cikkeire)
Egyszerűség	
1. kritérium: Az eszközök mérlegen tartásával járó szintetikus értékpapírosítás, hitelkockázat-mérséklés	A tényleges adásvételre/engedményezésre/későbbi szakaszban történő engedményezésre vonatkozó kritérium, a visszakövetelési rendelkezések, a tényleges adásvétel végrehajtására vonatkozó eladói nyilatkozatok és szavatosságvállalások (az értékpapírosítási rendelet 20. cikke (1)–(5) bekezdésének) felváltása az eszközök mérlegen tartásával járó szintetikus értékpapírosítás fogalommeghatározásával és a hitelkockázati fedezetre vonatkozó szerződés megbízhatóságának biztosítására irányuló követelménnyel (hitelkockázat-mérséklési kritériumok)
2. kritérium: Eladói nyilatkozatok és szavatosságvállalások	Az eladói nyilatkozatokra és szavatosságvállalásokra vonatkozó kritérium kiigazítása (20. cikk (6) bekezdése): az előírt eladói nyilatkozatok és szavatosságvállalások kiterjesztése, valamint azok céljának és tartalmának kiigazítása.
3. kritérium: Jogosultsági kritériumok, nincs aktív portfóliókezelés	A jogosultsági kritériumok kiigazítása, nincs aktív portfóliókezelés (20. cikk (7) bekezdése): a megengedett portfóliókezelési technikák kiigazítása, az értékpapírosítás alapjául szolgáló kitettségek eltávolítására vonatkozó további feltételekkel való kiegészítése.
4. kritérium: Homogenitás, végrehajtható kötelezettségek, a kötelezettek korlátlan felelőssége, rendszeres kifizetések	*Hasonló (20. cikk (8) bekezdése)*
5. kritérium: Nem tartalmazhatnak átruházható értékpapírokat	*Hasonló (20. cikk (8) bekezdése)*
6. kritérium: Nincs újra-értékpapírosítás	*Hasonló (20. cikk (9) bekezdése)*
7. kritérium: Hitelezési feltételek és az azokban bekövetkezett lényeges változások	A hitelezési feltételekkel és az azokban bekövetkezett lényeges változásokkal kapcsolatos kritérium kiigazítása (20. cikk (10) bekezdése): további pontosítások az elismert kötelezettek típusai és az alapul szolgáló kitettségek kihelyezése tekintetében.
8. kritérium: Öntanúsításon alapuló hitelek	*Hasonló (20. cikk (10) bekezdése)*
9. kritérium: A hitelfelvevő hitelképessége	*Hasonló (20. cikk (10) bekezdése)*
10. kritérium: A kezdeményező szakértelme	*Hasonló (20. cikk (10) bekezdése)*
11. kritérium: Nem tartalmazhatnak nemteljesítő kitettségeket vagy fennálló	*Hasonló (20. cikk (11) bekezdése)*

jogvita tárgyát képező kitettségeket.	
12. kritérium: Legalább egy alkalommal törlesztettek.	*Hasonló (20. cikk (12) bekezdése)*
ÚJ kritérium: Hitelkockázati fedezeti díjak	Annak meghatározása, hogy a hitelkockázati fedezeti díjaknak feltételesnek kell lenniük, azaz a kifizetett díj tényleges összegének a fedezett ügyletrészsorozat méretétől és hitelkockázatától kell függnie. Nem megengedettek a garantált díjak, az előzetes díjfizetés, valamint az árengedménnyel kapcsolatos vagy más hasonló jellegű mechanizmusok.
ÚJ kritérium: Lejárat előtti visszaváltást kiváltó események	A lejárat előtti visszaváltást kiváltó, korlátozott számú események kimerő felsorolása.
Szabványosítás	
13. kritérium: Kockázatmegtartási követelmények	*Hasonló (21. cikk (1) bekezdése)*
14. kritérium: A kamatláb- és a devizakockázatok megfelelő mérséklése	A kamatláb- és a devizakockázatok megfelelő mérséklésére vonatkozó kritérium kiigazítása (21. cikk (2) bekezdése): a kamatláb- és a devizakockázatok megfelelő mérséklésére vonatkozó, a szintetikus értékpapírosításhoz igazított intézkedések további pontosítása érdekében.
15. kritérium: Referenciaráta alapján történő kamatfizetések	*Hasonló (21. cikk (3) bekezdése)*
16. kritérium: Fizetési felszólítást vagy azonnali lejáratról szóló értesítést követő követelmények	A fizetési felszólítást vagy azonnali lejáratról szóló értesítést követő követelményekre vonatkozó kritérium kiigazítása (21. cikk (4) bekezdése): annak figyelembevétele érdekében végzett kiigazítás, hogy nem minden szintetikus értékpapírosításnál vesznek igénybe értékpapírosítási különleges célú gazdasági egységet.
17. kritérium: A veszteségek elosztása és az ügyletrészsorozatok amortizációja	A veszteségviselési rangsortól eltérő kifizetési sorrenddel kapcsolatos követelményekre vonatkozó kritérium kiigazítása (21. cikk (5) bekezdése): a veszteségek arányos amortizációjával és elosztásával kapcsolatos további követelményekkel való kiigazítás.
18. kritérium: A lejárat előtti visszafizetést előíró rendelkezések/a rulírozási időszak megszüntetését kiváltó események	A lejárat előtti visszafizetést előíró rendelkezésekre/a rulírozási időszak megszüntetését kiváltó eseményekre vonatkozó kritérium kiigazítása (21. cikk (6) bekezdése): a lejárat előtti visszafizetésre vonatkozó követelményekkel való kiigazítás kizárólag értékpapírosítási különleges célú gazdasági egység igénybevétele esetében.
19. kritérium: Ügyleti dokumentáció	Az ügyleti dokumentációra vonatkozó kritérium kiigazítása (21. cikk (7) bekezdése): a kitettségek kezelésével kapcsolatos előírásokra és eljárásokra vonatkozó további követelményekkel való kiigazítás.
20. kritérium: A hitelkezeléssel kapcsolatos állománykezelő szakértelme	*Hasonló (21. cikk (8) bekezdése)*
21. kritérium: Referencia-nyilvántartás	Az ügyleti dokumentációban foglalt fogalommeghatározásokra, jogorvoslatokra vonatkozó kritérium felváltása (21. cikk (9) bekezdése): az ügyleti dokumentáció tekintetében a fizetési feltételek

	meghatározására vonatkozó követelményekkel külön kritérium foglalkozik
22. kritérium: A befektetők közötti konfliktusok megfelelő időben történő kezelése	*Hasonló (21. cikk (10) bekezdése)*
ÚJ kritérium: Hitelesemények	A hitelkockázati események – hivatkozva egyúttal a tőkekövetelmény-rendelet hatályos szövegére is – és az átstrukturálási intézkedések meghatározása.
ÚJ kritérium: Hitelkockázati fedezettel kapcsolatos kifizetések	A hitelkockázati fedezettel kapcsolatos kifizetésekre vonatkozó kritériumok, ideértve azt is, hogy azoknak a ténylegesen realizált veszteségen kell alapulniuk
ÚJ kritérium: Hitelkockázati fedezettel kapcsolatos kifizetések a lezárást/végleges kiegyenlítést követően, a hitelkockázati fedezetre vonatkozó megállapodás végleges lejáratakor.	A hitelkockázati fedezettel kapcsolatos kifizetések minimális mértékű időszerűségének biztosítására vonatkozó kritériumok meghatározása.
ÚJ kritérium: Szintetikus értékpapírosítási felár	Azon feltételek meghatározása, amelyek mellett az értékpapírosítást kezdeményező az ügylet során szintetikus értékpapírosítási felárra vállalhat kötelezettséget. Meg kell határozni a szintetikus értékpapírosítási felár és a felügyeleti hatóság által a jelentős és arányos kockázatátruházás megvalósulása esetén végzett esetleges értékelés közötti kölcsönhatást.
ÚJ kritérium: Elismert hitelkockázati fedezet, partnerek és biztosítékok	A hitelkockázati fedezetre vonatkozó megállapodással és az ügyletben szereplő biztosítékkal kapcsolatos egyértelmű szabályok meghatározása.
Átláthatóság	
23. kritérium: Múltbeli nemteljesítési és veszteségadatok	*Hasonló (22. cikk (1) bekezdése)*
24. kritérium: A minta külső ellenőrzése	*Hasonló (22. cikk (2) bekezdése)*
25. kritérium: Forrásoldali pénzáramlási modell	*Hasonló (22. cikk (3) bekezdése)*
26. kritérium: Az eszközök környezeti teljesítménye	*Hasonló (22. cikk (4) bekezdése)*
27. kritérium: Az átláthatósági követelményeknek való megfelelés	*Hasonló (22. cikk (5) bekezdése)*
ÚJ kritérium: Ellenőrző szerv	Annak megállapítása, hogy ellenőrző szervként ki kell jelölni egy független harmadik felet az egyes alapul szolgáló kitettségekhez kapcsolódó jóváírási értesítés meghatározott elemeinek ellenőrzésére.

Forrás: EBH