KOMISJA
EUROPEJSKA

Bruksela, dnia 24.7.2020 r.
COM(2020) 284 final

# SPRAWOZDANIE KOMISJI DLA PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY

## na temat ustanowienia szczególnych ram dla prostej, przejrzystej i standardowej sekurytyzacji syntetycznej, ograniczonej do bilansowej sekurytyzacji syntetycznej

**(Tekst mający znaczenie dla EOG)**

{SWD(2020) 120}

## 1. INFORMACJE OGÓLNE I UZASADNIENIE

Art. 45 ust. 1 rozporządzenia (UE) 2017/2402[1] (zwanego dalej „rozporządzeniem w sprawie sekurytyzacji") nakłada na Europejski Urząd Nadzoru Bankowego (zwany dalej „EUNB") obowiązek opublikowania sprawozdania na temat wykonalności ustanowienia szczególnych ram dla prostej, przejrzystej i standardowej (zwanej dalej „STS") sekurytyzacji syntetycznej, ograniczonej do bilansowej sekurytyzacji syntetycznej. Bilansowa sekurytyzacja syntetyczna (zwana dalej „BSSS") obejmuje transakcje sekurytyzacyjne, w przypadku których instytucja inicjująca, zazwyczaj bank, korzysta z gwarancji finansowych lub kredytowych instrumentów pochodnych, by przenieść na osoby trzecie ryzyko kredytowe określonej puli aktywów, którą ma w swoim bilansie i w odniesieniu do której w zdecydowanej większości przypadków była również pierwotnym kredytodawcą. Aktywami bazowymi są zazwyczaj kredyty dla przedsiębiorstw, kredyty dla MŚP lub finansowanie handlu – aktywa, które z różnych powodów są trudniejsze lub mniej atrakcyjne dla jednostki inicjującej do sekurytyzacji w tradycyjny sposób. W związku z tym BSSS można wyraźnie odróżnić od arbitrażowych sekurytyzacji syntetycznych, które obejmują aktywa bazowe niebędące własnością jednostki inicjującej sekurytyzację. Zamiast zabezpieczania ryzyka kredytowego głównym celem arbitrażowej transakcji syntetycznej jest dążenie do osiągnięcia arbitrażu między marżą na jakości kredytowej puli aktywów lub indeksów produktów a marżą na wynikającym z niej produkcie sekurytyzacyjnym.

W motywie 24 rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji zachęca się również EUNB do określenia odpowiednich kryteriów dla takich konkretnych ram „z myślą o promowaniu finansowania gospodarki realnej, w szczególności MŚP, które najbardziej korzystają z takich sekurytyzacji".

Zgodnie z art. 45 ust. 2 rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji Komisja jest zobowiązana przedłożyć Parlamentowi Europejskiemu i Radzie sprawozdanie na temat ustanowienia szczególnych ram STS dla bilansowej sekurytyzacji syntetycznej, w oparciu o sprawozdanie EUNB, w stosownych przypadkach wraz z wnioskiem ustawodawczym.

Sprawozdanie EUNB opublikowano w dniu 6 maja 2020 r.[2] Sprawozdanie opiera się na poprzednim sprawozdaniu EUNB na temat sekurytyzacji syntetycznej, opublikowanym w grudniu 2015 r.[3], którego zalecenia znalazły już odzwierciedlenie w rozporządzeniu w sprawie wymogów kapitałowych[4] (zwanym dalej „CRR"), oraz na dokumencie otwierającym debatę na temat przeniesienia istotnej części ryzyka[5] w ramach sekurytyzacji, opublikowanym we wrześniu 2017 r.[6] Przeniesienie istotnej części ryzyka ma szczególne znaczenie dla sekurytyzacji syntetycznej, ponieważ przeniesienie ryzyka i związana z nim ulga kapitałowa stanowią jedną z motywacji, by angażować się w ten rodzaj sekurytyzacji.

Przygotowując sprawozdanie, EUNB opublikował we wrześniu 2019 r. dokument otwierający debatę na potrzeby dwumiesięcznych konsultacji. Ponieważ w większości odpowiedzi wyrażono zdecydowane poparcie zarówno dla analizy rynku, jak i dla uzasadnienia rozwoju ram STS dla

---

[1] Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/2402 z dnia 12 grudnia 2017 r. w sprawie ustanowienia ogólnych ram dla sekurytyzacji oraz utworzenia szczególnych ram dla prostych, przejrzystych i standardowych sekurytyzacji, a także zmieniające dyrektywy 2009/65/WE, 2009/138/WE i 2011/61/UE oraz rozporządzenia (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 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] Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/2401 z dnia 12 grudnia 2017 r. zmieniające rozporządzenie (UE) nr 575/2013 w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych.

[5] Aby bank będący jednostką inicjującą mógł wyłączyć ekspozycje sekurytyzowane ze swoich aktywów ważonych ryzykiem w przypadku sekurytyzacji tradycyjnej lub obliczyć swoje aktywa ważone ryzykiem zgodnie z art. 251 i 252 CRR w przypadku sekurytyzacji syntetycznej, wymagane jest przeniesienie istotnej części ryzyka.

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

sekurytyzacji syntetycznej, sprawozdanie EUNB opiera się na szerokim konsensusie wśród zainteresowanych stron, zarówno pod względem wykonalności takich ram, jak i odpowiednich kryteriów, które uczyniłyby sekurytyzację syntetyczną częścią tych ram.

## 2. SPECYFIKA BILANSOWEJ SEKURYTYZACJI SYNTETYCZNEJ

Sekurytyzacja syntetyczna i sekurytyzacja tradycyjna/stanowiąca prawdziwą sprzedaż nie różnią się zasadniczo pod względem charakteru ekspozycji bazowych, dzielenia ryzyka na transze i struktur kapitałowych (kaskadowych). Jedyne znaczące różnice dotyczą natomiast sposobów przenoszenia ryzyka z jednostki inicjującej na inwestora.

Sekurytyzacja tradycyjna polega na skutecznym prawnym przeniesieniu aktywów przez emitenta papierów wartościowych w taki sposób, że własność jest faktycznie przekazywana jednostce specjalnego przeznaczenia do celów sekurytyzacji (SSPE), która staje się tym samym uprawniona do przepływów pieniężnych generowanych przez te aktywa. BSSS realizuje przeniesienie ryzyka za pomocą umowy o ochronie kredytowej (kredytowe instrumenty pochodne lub gwarancje finansowe) zawartej pomiędzy jednostką inicjującą a inwestorem, w taki sposób, że ekspozycje bazowe będące własnością jednostki inicjującej pozostają w jej bilansie. W związku z tym, chociaż sekurytyzacja tradycyjna wymaga zarówno utworzenia SSPE, jak i rzeczywistej emisji papierów wartościowych, żadna z tych opcji nie byłaby bezwzględnie konieczna w przypadku sekurytyzacji syntetycznej.

BSSS jest na ogół łatwiejsza w realizacji niż sekurytyzacja tradycyjna dzięki większej elastyczności mechanizmu syntetycznego. Ponadto jest ona tańsza pod względem kosztów i szybsza do zorganizowania. Pozwala ona jednostce inicjującej uniknąć trudności prawnych i operacyjnych, które mogą powstać w procesie przenoszenia prawa własności ekspozycji bazowych w ramach tradycyjnej transakcji.

W ostatnich latach znacznie uproszczono praktyki rynkowe w zakresie BSSS, a z dowodów branżowych wynika, że dokumentacja towarzysząca temu instrumentowi zmniejszyła się z około 500 stron przed światowym kryzysem finansowym do mniej niż 50 stron obecnie, co wskazuje na znaczne ograniczenie poziomu złożoności [7]

Przeniesienie ryzyka w sekurytyzacji syntetycznej zależy nie tylko od struktury kapitałowej transakcji (tj. transzowania) i potencjalnych mechanizmów wsparcia ze strony jednostki inicjującej (jak ma to miejsce w przypadku sekurytyzacji stanowiących prawdziwą sprzedaż), ale również od cech zawieranej przez strony umowy o ochronie kredytowej oraz od zdolności kredytowej inwestora. Odwołanie się do ochrony kredytowej, w szczególności jeżeli jest ona nierzeczywista i jest zapewniana przez niepublicznych sprzedawców zabezpieczenia, naraża poszczególne banki na ryzyko kontrahenta i może w przypadku dużej koncentracji tych sprzedawców stworzyć wzajemne powiązania w systemie finansowym, które mogą mieć skutki systemowe (jak podczas kryzysu finansowego 2008/9). Niezależnie od powyższego, gdy obie strony zawierają transakcję z pełną wiedzą na temat ryzyka bazowego, ryzyko rozbieżności interesów między jednostkami inicjującymi i inwestorami jest ograniczone, ponieważ zarządzanie ryzykiem jest równie ważne zarówno dla sprzedawcy zabezpieczenia, jak i dla nabywcy zabezpieczenia.

Sekurytyzacja syntetyczna różni się również od sekurytyzacji tradycyjnej pod względem celu. Wykorzystanie sekurytyzacji syntetycznej rzeczywiście okazało się użytecznym narzędziem dla wielu banków w ich działalności związanej z zarządzaniem ryzykiem kredytowym i kapitałem, ponieważ umożliwia im skuteczne przeniesienie ryzyka kredytowego na prywatne rynki kapitałowe, zwiększając w ten sposób zarówno limity kapitałowe, jak i kredytowe oraz umożliwiając im kontynuację działalności kredytowej, podczas gdy sekurytyzacja tradycyjna jest częściej stosowana

[7] Synthetic securitisation: Making a silent comeback („Sekurytyzacja syntetyczna: niepostrzeżony powrót"), Deutsche Bank EU Monitor, 21 lutego 2017 r.

w celu uzyskania finansowania ze sprzedaży aktywów, a nie jako narzędzie zarządzania ryzykiem kredytowym.

## 3. FUNKCJONOWANIE RYNKU

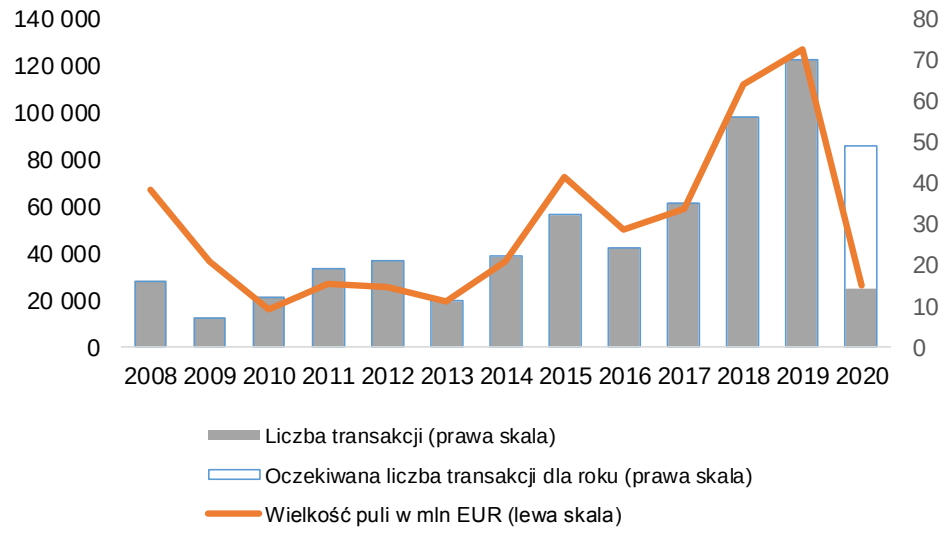
*Dynamika rynku*

Niedostępność kompleksowych danych na temat rozwoju sytuacji na rynku i wyników sekurytyzacji syntetycznych była jednym z kluczowych czynników, które doprowadziły do zawężenia zakresu oznaczenia STS do sekurytyzacji tradycyjnych w rozporządzeniu (UE) 2017/2402. EUNB wypełnił tę lukę, gromadząc (i) dane dotyczące wolumenu transakcji BSSS za okres od 2008 r. do początku 2019 r.; (ii) dane dotyczące wyników BSSS pod względem niewykonania zobowiązania, za ten sam okres; (iii) dane nadzorcze dotyczące transakcji, w przypadku których udało się przenieść istotną część ryzyka; oraz (iv) informacje zebrane od branży w trakcie spotkania w marcu 2019 r., jak również inne analizy rynku. Pomimo tych znacznych wysiłków obraz sytuacji nie jest jednak w pełni kompletny, głównie ze względu na dwustronny i prywatny charakter tych rodzajów transakcji od czasu światowego kryzysu finansowego. Ponadto wiele zgłoszonych transakcji zostało zainicjowanych w ostatnich latach, a zatem są jeszcze na etapie realizacji. Co więcej, niektóre dane zgromadzono w ramach ankiet przeprowadzonych wśród uczestników rynku, a w związku z tym mogą one nie być w pełni reprezentatywne dla całego rynku.

Z zebranych informacji wynika, że kryzys finansowy z 2008 r. przyczynił się do gruntownej zmiany kształtu rynku sekurytyzacji syntetycznej. Przed kryzysem europejska sekurytyzacja syntetyczna odnotowała szczytowy poziom w latach 2004–2005, osiągając wolumeny przekraczające 180 mld EUR ze względu na dużą podaż arbitrażowych transakcji syntetycznych. Te ostatnie odnotowały znaczne straty w czasie kryzysu, co wynikało z ich złożoności, braku przejrzystości i niedoskonałego dostosowania interesów, i wydaje się, że w dużej mierze zniknęły, a rynek składa się obecnie głównie z transakcji bilansowych.

Dane dotyczące emisji wskazują na pozytywny trend. Po kilku latach osłabionej kryzysem finansowym działalności, odzwierciedlającej piętno, jakie wiązało się z tym instrumentem sekurytyzacyjnym, w ostatnich latach rynek syntetyczny odradza się, a zarówno liczba, jak i wielkość transakcji stale rośnie. Zgodnie z danymi zgromadzonymi przez International Association of Credit Portfolio Managers (IACPM) w 2018 r. rozpoczęto realizację około 49 transakcji o łącznej wartości 105 mld EUR, co stanowi najwyższy poziom od czasu kryzysu finansowego (zob. wykres 1).

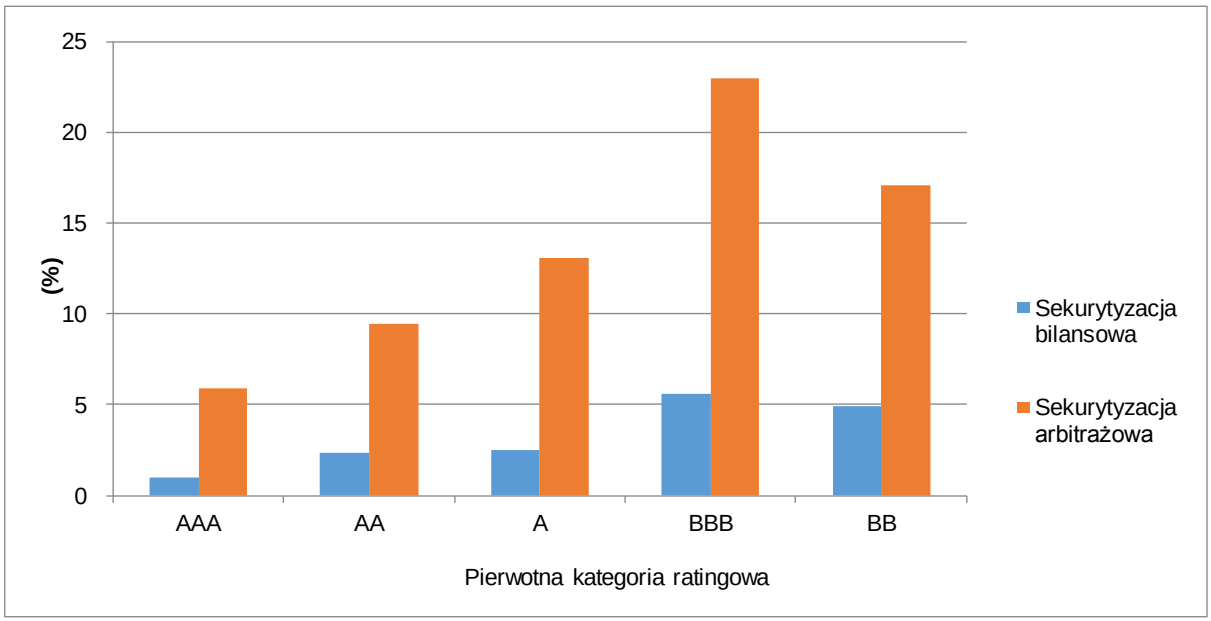
**Wykres 1: Europejska emisja sekurytyzacji bilansowej po światowym kryzysie finansowym**




*Źródło: EUNB, IACPM*

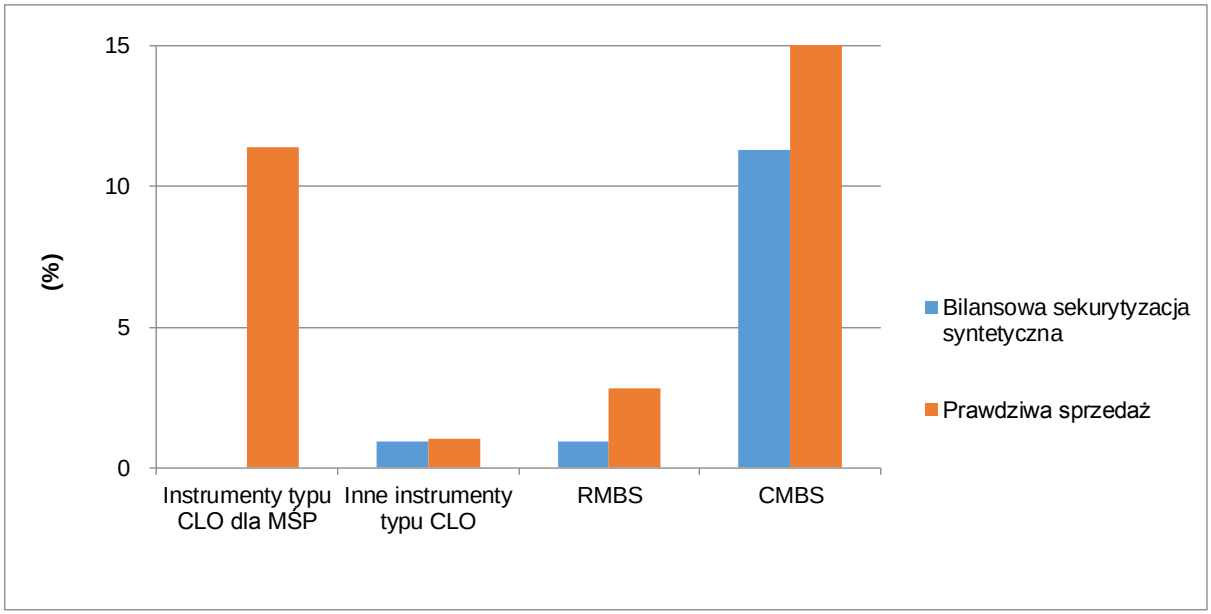
Zmiana charakteru europejskiego rynku sekurytyzacji syntetycznej oraz przewaga segmentu bilansowego mogą wynikać z niskich współczynników niewykonania zobowiązania dla tego instrumentu nawet w czasie kryzysu finansowego z 2008 r. Według danych zgromadzonych przez EUNB inwestorzy, którzy inwestują w transakcje bilansowe, ponieśli istotnie mniejsze straty niż inwestorzy, którzy inwestują w arbitrażową sekurytyzację syntetyczną (zob. wykres 2). W rzeczywistości również współczynniki niewykonania zobowiązania w całym cyklu życia transakcji bilansowych miały tendencję do lepszych wyników niż w przypadku sekurytyzacji tradycyjnych w odniesieniu do wszystkich ocen ratingowych i klas aktywów (zob. wykres 3).

**Wykres 2: Współczynnik niewykonania zobowiązania w całym cyklu życia w odniesieniu do transz syntetycznych na koniec 2018 r.**




*Źródło: EUNB, S&P*

**Wykres 3: Współczynniki niewykonania zobowiązania w całym cyklu życia w odniesieniu do bilansowej sekurytyzacji syntetycznej i stanowiącej prawdziwą sprzedaż, wybrane klasy aktywów (na koniec 2018 r.)**



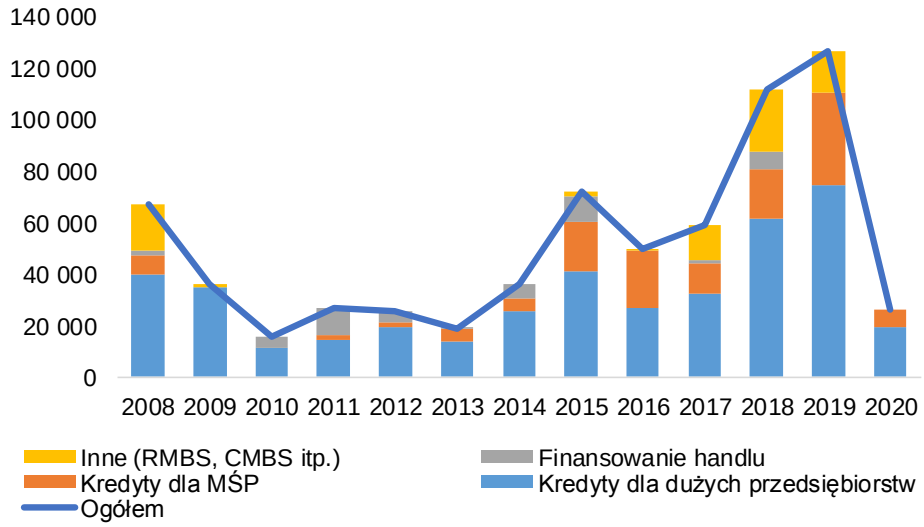
*Źródło: EUNB*

*Skład aktywów, nabywcy i sprzedawcy*

Z danych zgromadzonych przez EUNB wynika, że – jak się wydaje – BSSS są wykorzystywane do przenoszenia ryzyka korporacyjnego z banków na rynki kapitałowe w znacznie większym stopniu niż sekurytyzacje tradycyjne. Dominującymi klasami aktywów w transakcjach bilansowych są kredyty dla dużych przedsiębiorstw i MŚP, a następnie finansowanie handlu (zob. wykres 4)[8].

Aby zmaksymalizować cel ulgi w kapitale, jednostki inicjujące BSSS zazwyczaj wybierają klasy aktywów o wysokich wagach ryzyka. Ponadto z analizy EUNB wynika, że jednostki inicjujące BSSS mają tendencję do wybierania portfeli, które reprezentują ich podstawową działalność, co może odzwierciedlać popyt ze strony inwestorów w celu zapewnienia zbieżności interesów. Istotnie, mniej powszechne jest włączanie aktywów znajdujących się w warunkach skrajnych lub aktywów nadmiernie zadłużonych do BSSS niż w przypadku sekurytyzacji tradycyjnych, co może częściowo wyjaśniać zaobserwowaną różnicę pod względem współczynników niewykonania zobowiązania. Ekspozycje detaliczne, takie jak papiery wartościowe zabezpieczone spłatami mieszkaniowych kredytów hipotecznych (RMBS) lub kredyty konsumenckie, również rzadziej pojawiają się w BSSS, ponieważ mają one niższe wagi ryzyka, a tym samym przynoszą mniejsze korzyści pod względem ulgi w kapitale i częściej podlegają wewnętrznym limitom koncentracji, np. pod względem lokalizacji geograficznej, rodzaju kredytobiorcy lub sektora gospodarki, co sprawia, że są bardziej odpowiednie do sekurytyzacji tradycyjnej.

**Wykres 4: Podział na klasy aktywów, w mln EUR**




*Źródło: EUNB, IACPM*

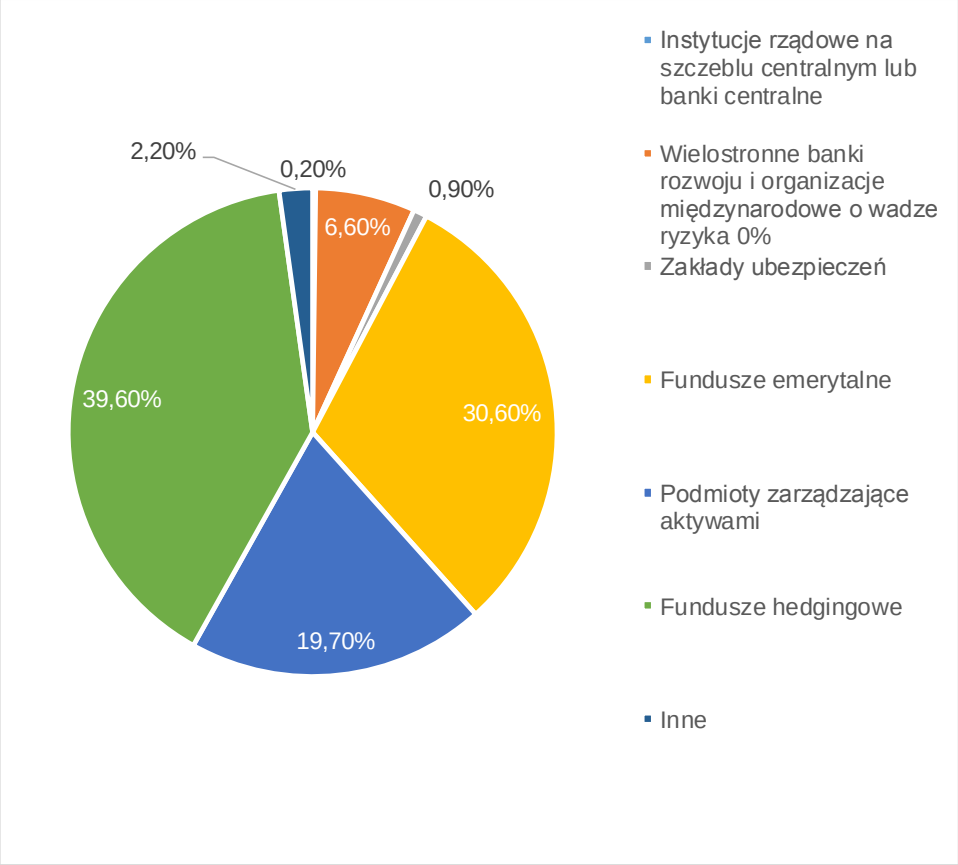
*Cechy rynku*

Jednostkami inicjującymi są obecnie głównie banki, w szczególności duże i o znaczeniu systemowym, które do obliczania wymogów kapitałowych stosują modele oparte na ratingach wewnętrznych. Głównymi powodami, dla których jednostka inicjująca stara się wejść w BSSS, są zarządzanie ryzykiem kredytowym i uwolnienie kapitału. To ostatnie staje się coraz ważniejsze w świetle zmian regulacyjnych, takich jak przyjęcie pakietu Bazylea III i rozpoczęcie stosowania MSSF 9.

[8]Dane z ostatnich lat wskazują na zwiększoną dywersyfikację klas aktywów, która obejmuje kredyty specjalistyczne (w tym infrastrukturalne), nieruchomości komercyjne, nieruchomości mieszkaniowe, należności z tytułu dostaw i usług, kredyty na zakup samochodu, a także bardziej ezoteryczne klasy, takie jak mikrokredyty i kredyty rolnicze.

Większość inwestorów zaangażowanych w sekurytyzację syntetyczną to podmioty pozabankowe, zazwyczaj wysoko wyspecjalizowane w inwestowaniu kredytowym i doświadczone w badaniu portfeli zgodnie z zasadami *due diligence*. Pula inwestorów składa się głównie z zarządzających funduszami hedgingowymi, funduszami emerytalnymi i aktywami, podczas gdy firmy ubezpieczeniowe stanowią znikomą mniejszość (zob. wykres 5). W ostatnich latach na rynku tym pojawiły się wielostronne banki rozwoju[9] i organizacje międzynarodowe (w tym EBI i EFI, które nadal są ważnymi inwestorami na rynku MŚP).

**Wykres 5: Inwestorzy pod względem % wielkości dystrybuowanych transz w latach 2008–2019**




Źródło: IACPM, EUNB; uwaga: MDB – wielostronny bank rozwoju

Mechanizmy ochrony kredytowej stosowane w BSSS uległy znacznym zmianom w następstwie światowego kryzysu finansowego. Mechanizmy ochrony kredytowej nierzeczywistej (dwustronne, negocjowane prywatnie kredytowe instrumenty pochodne, takie jak swapy ryzyka kredytowego) zostały prawie całkowicie zastąpione przez ochronę rzeczywistą (obejmującą płatność z góry na rzecz nabywcy zabezpieczenia, co eliminuje ekspozycję na ryzyko kontrahenta, taką jak obligacje powiązane z ryzykiem kredytowym). W swoim sprawozdaniu EUNB podkreśla, że 90 % ochrony kredytowej zapewnianej przez inwestorów prywatnych to obecnie ochrona kredytowa rzeczywista.

Poza tym dodatkowym zabezpieczeniem wynikającym ze zmiany w wykorzystaniu mechanizmów ochrony kredytowej kryzys finansowy spowodował poważne zmiany w sposobie podziału i przenoszenia ryzyka na rynku. Zgodnie z analizą EUNB obecnie jednostki inicjujące zwykle przenoszą element podporządkowany lub element typu *mezzanine* ryzyka kredytowego portfela i zachowują transzę uprzywilejowaną tego samego portfela. Transza uprzywilejowana jest zazwyczaj największą z tych transz i stanowi średnio około 87 % całkowitego wolumenu transakcji. Jest to

[9] Wielostronne banki rozwoju, których ekspozycje kwalifikują się do wagi ryzyka równej 0 %, wymieniono w art. 117 ust. 2 CRR.

istotna zmiana w praktyce w porównaniu z okresem sprzed kryzysu, kiedy to transza najbardziej uprzywilejowana [10] była zazwyczaj plasowana wśród inwestorów. EUNB zauważył, że w odpowiedzi na wejście w życie nowej koncepcji sekurytyzacji wydaje się, że transze podporządkowane stały się większe, co może przyciągnąć na rynek nowych inwestorów.

Jeżeli chodzi o rozmieszczenie geograficzne, wiele z większych transakcji koncentrowało się w kilku państwach członkowskich (Zjednoczone Królestwo, Niemcy, Hiszpania, Francja i Włochy), choć odnotowano również transakcje w innych państwach członkowskich UE. Z analizy przeprowadzonej przez EUNB wynika również, że przeważająca część transakcji zawiera ekspozycje wielonarodowe, przy czym większość z nich dotyczy ekspozycji poza Europą.

## 4. CZY BILANSOWE SEKURYTYZACJE SYNTETYCZNE WYMAGAŁYBY SPECJALNYCH RAM STS?

*Analiza celowości*

Z przeprowadzonej przez EUNB analizy „za" i „przeciw" wynika, że wprowadzenie szczególnych ram STS w odniesieniu do BSSS prawdopodobnie przyniesie wiele długofalowych korzyści rynkom finansowym i gospodarce realnej oraz – w tym zakresie – powinno poprawić ogólną stabilność finansową.

Główne korzyści wynikające z rozszerzenia oznakowania to, jak sama nazwa wskazuje, zwiększenie prostoty, przejrzystości i standaryzacji produktu sekurytyzacji syntetycznej. Pozwoliłoby to rozwiać niektóre z głównych obaw związanych z sekurytyzacją syntetyczną, takie jak jej postrzegana złożoność, ryzykowność, prawdopodobieństwo wystąpienia arbitrażu i oszustw oraz związana z tym asymetria informacyjna. Ocena ryzyka, dokonywana przez zainteresowane strony, jak również przez organy nadzoru, zostałaby wzmocniona, a ogólne monitorowanie rynku zostałoby znacznie ułatwione. Nawet jeżeli rynek pozostaje w dużej mierze dostosowany do potrzeb stron transakcji i ma charakter dwustronny, właściwe organy byłyby powiadamiane o każdej transakcji, która jest opatrzona etykietą STS, i miałyby możliwość podjęcia z uczestniczącymi stronami działań następczych. Ponadto standaryzacja rynku ułatwiłaby nowym jednostkom inicjującym wejście na rynek, co mogłoby również przyciągnąć większą liczbę inwestorów.

Co więcej, wprowadzenie ostatnich elementów reformy w postaci pakietu Bazylea III zwiększyłoby znaczenie ryzyka kredytowego i narzędzi zarządzania kapitałem, takich jak bilansowa sekurytyzacja syntetyczna. W tym kontekście upewnienie się, że rynek rozwija się według parametrów solidnych ram STS, pozwala na uniknięcie ryzyka związanego z ponownym pojawieniem się szkodliwych praktyk stosowanych w przeszłości, a dodatkowo sprzyjałoby stabilności finansowej.

EUNB ostrzega jednak, że wprowadzeniu szczególnych ram STS w odniesieniu do bilansowej sekurytyzacji syntetycznej powinien towarzyszyć staranny nadzór pozwalający na uniknięcie negatywnych konsekwencji. W szczególności, podobnie jak w przypadku sekurytyzacji środków pieniężnych oznaczonych jako STS, ryzyko związane z pokusą nadużycia taką jak zaniedbanie po stronie mniej wyspecjalizowanych inwestorów może się zwiększyć ze względu na ewentualne założenie, że oznaczenie STS samo przez się oznacza produkt o niskim ryzyku, niezależnie od różnic między poszczególnymi transakcjami lub od pozycji w ramach transakcji.

[10]Wyznaczenie transzy najbardziej uprzywilejowanej było techniką stosowaną przez jednostki inicjujące transakcje sekurytyzacji syntetycznej przed światowym kryzysem finansowym w celu podkreślenia pozbawionego (domyślnie) ryzyka charakteru najbardziej uprzywilejowanej transzy w strukturze sekurytyzacji. Zazwyczaj transza poniżej najbardziej uprzywilejowanej będzie miała ocenę AAA, co sprawia, że transza najbardziej uprzywilejowana zyska oznaczenie „AAAA".

Dodatkowo należy rozważyć kwestię, czy wprowadzenie ram STS w odniesieniu do BSSS może prowadzić do bardziej ograniczonej emisji tradycyjnej sekurytyzacji STS. Prawdopodobieństwo zaistnienia takiego ryzyka jest jednak nieznaczne. EUNB zauważa również, że nie należy spodziewać się szczególnie znaczącego wpływu na sekurytyzację tradycyjną, biorąc pod uwagę odmienne funkcje i cele obu instrumentów – zarówno w przypadku jednostek inicjujących, jak i inwestorów.

Należy też zwrócić uwagę na fakt, że obecnie sekurytyzacja syntetyczna jest wyłączona z zakresu międzynarodowych ram dotyczących prostej, przejrzystej i porównywalnej sekurytyzacji opracowanych przez Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego (Komitet Bazylejski) oraz Międzynarodową Organizację Komisji Papierów Wartościowych (IOSCO). Zgromadzone dane oraz analiza przeprowadzona przez EUNB potwierdzają, że z ostrożnościowego punktu widzenia należy rozważyć ustanowienie specjalnych ram STS dla BSSS.

*Analiza wykonalności*

Według EUNB szczególne ramy STS w odniesieniu do BSSS musiałyby uwzględniać strukturalną specyfikę produktu odbiegającą od specyfiki sekurytyzacji tradycyjnej. W szczególności specyfika ta obejmuje ryzyko kredytowe kontrahenta, warunki dotyczące przeniesienia kredytu oraz odmienne motywacje i perspektywy nabywców i sprzedawców zabezpieczenia.

Opierając się na istniejących kryteriach STS dotyczących sekurytyzacji stanowiącej prawdziwą sprzedaż, EUNB określił zestaw kryteriów dotyczących STS, które mogą mieć zastosowanie do BSSS i które jednocześnie uwzględniają specyfikę BSSS. Określone przez Urząd kryteria mają również na celu zapewnienie, aby ryzykowne aktywa niewchodzące w zakres tradycyjnej sekurytyzacji STS, takie jak kredyty zagrożone, korporacyjne papiery wartościowe zabezpieczone spłatami kredytów hipotecznych lub instrumenty typu CLO, pozostawały poza zakresem oznaczenia STS.

Jeżeli chodzi o prostotę i przejrzystość, wiele spośród kryteriów dotyczących sekurytyzacji STS stanowiącej prawdziwą sprzedaż można zastosować również w przypadku transakcji syntetycznych. Niektóre z nich należałoby zmodyfikować lub zastąpić, ponieważ nie są one adekwatne w przypadku transakcji syntetycznych. Na przykład kryterium dotyczące prawdziwej sprzedaży oraz jego egzekwowanie należy zastąpić definicją bilansowej sekurytyzacji syntetycznej – starannie opracowaną w taki sposób, aby wyłączać sekurytyzację arbitrażową – oraz wymogami dotyczącymi zapewnienia solidności umowy o ochronie kredytowej. Niektóre nowe kryteria, takie jak kryteria dotyczące składki z tytułu ochrony kredytowej oraz zdarzeń umożliwiających przedterminowe rozwiązanie umowy, również uznano za niezbędne.

EUNB proponuje bardziej dogłębny przegląd kryteriów standaryzacyjnych, ponieważ wyłącznie kilka ogólnych kryteriów byłoby adekwatnych w przypadku transakcji syntetycznych, takich jak wymóg dotyczący zatrzymania ryzyka. Inne spośród nich, takie jak ograniczenie ryzyka stopy procentowej i ryzyka walutowego lub alokacja strat i amortyzacja transzy, zmodyfikowano w taki sposób, aby lepiej odzwierciedlały charakter praktyk związanych z BSSS. Ponadto szereg nowych kryteriów dotyczy kluczowych kwestii, takich jak mechanizmy ochrony kredytowej, syntetyczna marża nadwyżkowa, zdarzenia kredytowe i płatności z tytułu ochrony kredytowej. Standaryzację tego dostosowanego do indywidualnych potrzeb rynku uważano za jedno z głównych wyzwań na drodze do utworzenia skutecznych ram STS. W zaproponowanym zestawie kryteriów uwzględniono istniejące najlepsze praktyki rynkowe w celu ustanowienia normy ostrożnościowej, która będzie wykonalna.

W załączniku II zawarto pełen wykaz kryteriów STS określonych przez EUNB .

Podobnie jak w przypadku sekurytyzacji STS stanowiących prawdziwą sprzedaż oznaczenia sekurytyzacji syntetycznej STS nie należy rozumieć w ten sposób, że sekurytyzacja ta jest pozbawiona ryzyka, ale raczej że produkt spełnia szereg kryteriów oraz że wykazujący należytą

staranność sprzedawca i nabywca zabezpieczenia, a także właściwy organ krajowy będą w stanie przeanalizować ryzyka związane z daną sekurytyzacją. Wskazane kryteria uwzględniają odmienne cele sekurytyzacji syntetycznej – tj. ustanowienie na potrzeby związane z zarządzaniem kapitałem/ryzykiem w odróżnieniu od finansowania, przeniesienie aktywów bazowych niestanowiące prawdziwej sprzedaży, narażenie na ryzyko kredytowe kontrahenta itp. – w związku z czym mają na celu zapewnienie ochrony zarówno jednostek inicjujących, jak i inwestorów (biorąc pod uwagę, że jednostka inicjująca również jest inwestorem w ramach transakcji, ponieważ zatrzymuje transzę uprzywilejowaną). Natomiast ramy dotyczące sekurytyzacji STS stanowiącej prawdziwą sprzedaż mają na celu maksymalizację wyłącznie ochrony inwestora, ponieważ sprzedaż aktywów jednostce specjalnego przeznaczenia do celów sekurytyzacji sprawia, że ochrona jednostki inicjującej staje się mniej istotna.

## 5. PREFERENCYJNY SPOSÓB UJMOWANIA W KAPITALE

Z ostrożnościowego punktu widzenia sekurytyzację syntetyczną ujmuje się obecnie w kapitale tak jak tradycyjną (stanowiącą prawdziwą sprzedaż) sekurytyzację inną niż sekurytyzacja STS. Jedyny wyjątek od tego podejścia przewidziano w art. 270 CRR w odniesieniu do sekurytyzacji syntetycznej pożyczek udzielanych małym i średnim przedsiębiorstwom. Art. 270 dotyczy transz uprzywilejowanych zatrzymywanych przez jednostkę inicjującą sekurytyzację syntetyczną i spełniających szereg wyczerpujących kryteriów:

- co najmniej 70 % ekspozycji sekurytyzowanych musi stanowić ekspozycje wobec MŚP, jak określono w art. 501 CRR;
- sekurytyzacja spełnia kryteria dotyczące stanowienia przez sekurytyzację STS prawdziwej sprzedaży mające zastosowanie do sekurytyzacji syntetycznej;
- ryzyko kredytowe niezatrzymane przez jednostkę inicjującą należy przenieść za pośrednictwem gwarancji lub kontrgwarancji spełniającej wymogi określone w CRR dotyczące ograniczania ryzyka kredytowego, a gwarant/kontrgwarant jest albo a) instytucją rządową na szczeblu centralnym lub bankiem centralnym państwa członkowskiego, wielostronnym bankiem rozwoju lub organizacją międzynarodową i kwalifikuje się do uzyskania wagi ryzyka kredytowego równej 0 % w ramach metody standardowej; albo b) inwestorem instytucjonalnym, pod warunkiem że gwarancja lub kontrgwarancja jest w pełni zabezpieczona za pomocą środków pieniężnych zdeponowanych w jednostce inicjującej.

Mimo pewnych ograniczeń pod względem zgromadzonych danych i praktycznego doświadczenia dotyczącego ram tradycyjnej sekurytyzacji STS analiza techniczna przeprowadzona przez EUNB pozwoliła na stwierdzenie, że czynniki ryzyka wpisane w BSSS zgodną z dostosowanymi kryteriami STS mogłyby wymagać przeprowadzenia przeglądu CRR pod kątem lepiej uwzględniającego ryzyko sposobu ujmowania w kapitale transzy uprzywilejowanej tych instrumentów poprzez dostosowanie tego sposobu do preferencyjnego ujmowania tradycyjnych sekurytyzacji STS. Jak zauważył EUNB, byłoby to uzasadnione z uwagi na dobre wyniki BSSS w porównaniu z arbitrażową sekurytyzacją syntetyczną i sekurytyzacją tradycyjną, w szczególności ze względu na jej niski współczynnik niewykonania zobowiązania i niski wskaźnik strat. Dodatkowo rozszerzenie oznaczenia STS umożliwiłoby przychylniejsze podejście do prostszych, bardziej standardowych i bardziej przejrzystych sekurytyzacji syntetycznych, w przypadku gdy można się spodziewać ograniczonego ryzyka agencyjnego i ryzyka modelu.

Jak wspomniano w sprawozdaniu EUNB, obecnie BSSS nie są uwzględnione w ramach STS opracowanych przez Komitet Bazylejski, które skupiają się na sekurytyzacji tradycyjnej. Takie odstępstwo od standardów bazylejskich byłoby jednak uzasadnione z ostrożnościowego punktu widzenia ze względu na dane i analizy techniczne potwierdzające zasadność, pod względem ostrożnościowym, rozszerzenia ram STS o BSSS.

Dzięki rozszerzeniu ram STS o BSSS te drugie mogłyby skorzystać z ustanowionego preferencyjnego sposobu ujmowania w kapitale stosowanego w przypadku produktów STS. Kwestię tę można by jednak uregulować poprzez ukierunkowaną zmianę art. 270 CRR zapewniającą a) rozszerzenie preferencyjnego sposobu ujmowania w kapitale przewidzianego we wspomnianym artykule w przypadku wszystkich BSSS zgodnych z STS, niezależnie od rodzaju ekspozycji bazowej (poprzez usunięcie przepisów, które obecnie ograniczają zakres zastosowania tego artykułu do BSSS składających się w co najmniej 70 % z ekspozycji sekurytyzowanej w sektorze MŚP), jednocześnie b) utrzymując istniejący już ograniczony zakres preferencyjnego sposobu ujmowania w kapitale transzy uprzywilejowanej zatrzymywanej przez jednostkę inicjującą, który uznaje się za mniej ryzykowny. Wskutek tych dostosowań w przypadku transzy uprzywilejowanej zatrzymywanej przez jednostkę inicjującą stosowano by wagę ryzyka na poziomie 10 %.

Ogólnie rzecz biorąc, łączny przegląd ram STS i CRR w przypadku BSSS – poprzez umożliwienie wprowadzenia zróżnicowanego podejścia ostrożnościowego do BSSS zgodnych z STS w porównaniu z BSSS niezgodnymi z STS i sekurytyzacją arbitrażową – zwiększyłby poziom uwzględnienia ryzyka w ramach ostrożnościowych oraz wzmocniłby atrakcyjność ram STS.

## 6. WNIOSKI

Z analizy przeprowadzonej przez EUNB wynika, że możliwe jest ustanowienie standardów sekurytyzacji syntetycznej, które pozwalają na ograniczenie głównych czynników ryzyka strukturalnego, takich jak ryzyko agencyjne i ryzyko modelu, w taki sam sposób jak w przypadku sekurytyzacji tradycyjnej, tworząc tym samym podzbiór sekurytyzacji syntetycznej, który jest porównywalny z sekurytyzacją tradycyjną STS. Fakty wskazują, że w przypadku tej samej klasy aktywów historyczne wyniki bilansowej sekurytyzacji syntetycznej istotnie są zazwyczaj lepsze od wyników sekurytyzacji tradycyjnej. Z technicznego punktu widzenia nie ma dowodów, które sugerowałyby, że struktura sekurytyzacji syntetycznej z natury rzeczy powoduje wyższe straty niż struktura sekurytyzacji tradycyjnej. Odpowiednia struktura syntetyczna nie ma negatywnego wpływu na wyniki sekurytyzacji.

W analizie nie wskazano żadnych istotnych negatywnych konsekwencji, do których mogłoby prowadzić utworzenie szczególnych ram STS dla bilansowych sekurytyzacji syntetycznych. Wręcz przeciwnie, ożywienie rynku sekurytyzacji syntetycznej i zapewnienie, aby rozwijał się on w solidnych ramach STS, pociąga za sobą szereg korzyści dla banków, rynku finansowego i stabilności finansowej ogółem. Przeniesienie ryzyka z banków na sektor pozabankowy stanowi jeden z głównych celów unii rynków kapitałowych, a poprzez zwiększenie dostępności kredytów dla podmiotów, które ich potrzebują, mogłoby sprzyjać wzrostowi gospodarczemu.

Z analizy przeprowadzonej przez EUNB wynika, że istnieje możliwość stworzenia szczególnych ram dotyczących bilansowych sekurytyzacji syntetycznych STS oraz ustanowienia zróżnicowanych regulacji ograniczonych do dostosowania poziomu wymogów ostrożnościowych w odniesieniu do transzy uprzywilejowanej, która powinna być zatrzymywana przez inicjującą instytucję kredytową, do poziomu odpowiadającego tradycyjnym ramom STS.

## ZAŁĄCZNIKI

**Załącznik I: Podsumowanie porównania rynku syntetycznego przed kryzysem i po nim**

| | Rynek syntetyczny przed kryzysem | Rynek syntetyczny po kryzysie |
|---|---|---|
| **Rynek** | Publiczny | Prywatny lub dwustronny |
| **Rodzaj sekurytyzacji** | Arbitrażowa i bilansowa | Niemal wyłącznie bilansowa |
| **Transakcje prywatne/publiczne** | Głównie publiczne i posiadające rating | Głównie prywatne i dwustronne |
| **Aktywa** | Głównie ekspozycje wobec przedsiębiorców | Głównie ekspozycje wobec przedsiębiorców, dywersyfikacja i nowe klasy aktywów |
| **Jednostki inicjujące** | Od większych do średnich banków, przy czym standardowe banki przechodzą na metodę wewnętrznych ratingów | Duże banki, głównie instytucje finansowe o znaczeniu systemowym |
| **Inwestorzy** | Szeroki zakres, głównie w papiery wartościowe zabezpieczone aktywami | Wąski zakres, głównie w instrumenty alternatywne |
| **Struktura** | Pełna struktura syntetyczna (transza uprzywilejowana + transza podporządkowana) | Wyłącznie pozycje typu *mezzanine*/transza podporządkowana |
| **Mechanizm ochrony kredytowej** | Ochrona nierzeczywista | Ochrona rzeczywista i nierzeczywista w przypadku instrumentów publicznych |

Źródło: EUNB, Integer Advisors

**Załącznik II: Zestawienie kryteriów STS i porównanie z kryteriami STS dotyczącymi sekurytyzacji tradycyjnej**

| **Kryterium** | **Porównanie z kryteriami dotyczącymi sekurytyzacji tradycyjnej (innej niż ABCP) (odniesienia do artykułów rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji)** |
|---|---|
| **Prostota** | |
| Kryterium 1: Bilansowa sekurytyzacja syntetyczna, ograniczenie ryzyka kredytowego | Zastąpienie kryterium dotyczącego prawdziwej sprzedaży/cesji/cesji na późniejszym etapie, przepisów dotyczących wycofania (ang. *clawback*) oraz oświadczeń i zapewnień dotyczących wykonalności prawdziwej sprzedaży (art. 20 ust. 1–5 rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji) definicją bilansowej sekurytyzacji syntetycznej i wymogiem zapewnienia solidności umowy o ochronie kredytowej (kryteria dotyczące ograniczenia ryzyka kredytowego). |
| Kryterium 2: Oświadczenia i zapewnienia | Dostosowanie kryterium dotyczącego oświadczeń i zapewnień (art. 20 ust. 6): rozszerzenie wymaganych oświadczeń i zapewnień oraz dostosowanie ich celu i treści |
| Kryterium 3: Kryteria kwalifikowalności, brak aktywnego zarządzania portfelem | Dostosowanie kryterium dotyczącego kryteriów kwalifikowalności, brak aktywnego zarządzania portfelem (art. 20 ust. 7): dostosowanie dopuszczalnych technik zarządzania portfelem, włączenie dodatkowych warunków dotyczących usuwania ekspozycji bazowych sekurytyzacji |
| *Kryterium 4: Jednorodność, egzekwowalne zobowiązania, pełne dochodzenie roszczeń od dłużników, strumienie płatności okresowych* | *Takie same (art. 20 ust. 8)* |
| *Kryterium 5: Brak zbywalnych papierów wartościowych* | *Takie same (art. 20 ust. 8)* |
| *Kryterium 6: Brak resekurytyzacji* | *Takie same (art. 20 ust. 9)* |
| Kryterium 7: Standardy zawierania umów kredytowych i istotne zmiany w ich zakresie | Dostosowanie kryterium dotyczącego standardów zawierania umów kredytowych i istotnych zmian w ich zakresie (art. 20 ust. 10): dodatkowe wyjaśnienie w odniesieniu do rodzajów kwalifikowalnych dłużników oraz zawierania umów kredytowych w zakresie ekspozycji bazowych |
| *Kryterium 8: Kredyty, w przypadku których przedstawione informacje nie zostały zweryfikowane przez kredytodawcę* | *Takie same (art. 20 ust. 10)* |
| *Kryterium 9: Zdolność kredytowa pożyczkobiorcy* | *Takie same (art. 20 ust. 10)* |
| *Kryterium 10: Wiedza fachowa jednostki inicjującej* | *Takie same (art. 20 ust. 10)* |
| Kryterium 11: Brak ekspozycji, których dotyczy niewykonanie zobowiązania, lub ekspozycji będących przedmiotem nierozwiązanych sporów | *Takie same (art. 20 ust. 11)* |

| | |
|---|---|
| Kryterium 12: Co najmniej jedna dokonana płatność | *Takie same (art. 20 ust. 12)* |
| NOWE kryterium: Składki z tytułu ochrony kredytowej | Określenie, że składki z tytułu ochrony kredytowej powinny być warunkowe, tj. rzeczywista zapłacona kwota składki powinna być funkcją rozmiaru i ryzyka kredytowego transzy objętej ochroną. Niedopuszczalne będą gwarantowane składki, uiszczanie składek z góry, mechanizmy rabatowe ani inne mechanizmy o podobnym charakterze. |
| NOWE kryterium: Zdarzenia umożliwiające przedterminowe rozwiązanie umowy | Określenie wyczerpującego, ograniczonego katalogu zdarzeń umożliwiających przedterminowe rozwiązanie umowy |
| **Standaryzacja** | |
| Kryterium 13: Wymogi dotyczące zatrzymania ryzyka | *Takie same (art. 21 ust. 1)* |
| Kryterium 14: Odpowiednie ograniczenia ryzyka stopy procentowej i ryzyka walutowego | Dostosowanie kryterium dotyczącego odpowiedniego ograniczenia ryzyka stopy procentowej i ryzyka walutowego (art. 21 ust. 2): w celu bardziej szczegółowego określenia środków służących odpowiedniemu ograniczeniu ryzyka stopy procentowej i ryzyka walutowego w sposób dostosowany do sekurytyzacji syntetycznej |
| *Kryterium 15: Płatności odsetek według stóp referencyjnych* | *Takie same (art. 21 ust. 3)* |
| Kryterium 16: Wymogi po doręczeniu zawiadomienia o wszczęciu egzekucji lub zawiadomienia o przyspieszeniu spłaty | Dostosowanie kryterium dotyczącego wymogów po doręczeniu zawiadomienia o wszczęciu egzekucji lub zawiadomienia o przyspieszeniu spłaty (art. 21 ust. 4): dostosowanie w taki sposób, aby odzwierciedlić fakt, że nie wszystkie sekurytyzacje syntetyczne korzystają z SSPE |
| Kryterium 17: Alokacja strat i amortyzacja transz | Dostosowanie kryterium dotyczącego wymogów związanych z niesekwencyjną kolejnością płatności (art. 21 ust. 5): dostosowanie poprzez uwzględnienie dodatkowych wymogów dotyczących proporcjonalnej amortyzacji i alokacji strat |
| Kryterium 18: Postanowienia dotyczące przedterminowej spłaty należności/czynniki wywołujące zakończenie okresu odnawialności | Dostosowanie kryterium dotyczącego postanowień w zakresie przedterminowej spłaty należności/czynników wywołujące zakończenie okresu odnawialności (art. 21 ust. 6): dostosowanie poprzez uwzględnienie wymogów dotyczących przedterminowej spłaty należności wyłącznie w przypadku niekorzystania z SSPE |
| Kryterium 19: Dokumentacja transakcji | Dostosowanie kryterium dotyczącego dokumentacji transakcji (art. 21 ust. 7): uwzględnienie dodatkowych wymogów dotyczących norm i procedur obsługi |
| *Kryterium 20: Wiedza fachowa jednostki obsługującej* | *Takie same (art. 21 ust. 8)* |
| Kryterium 21: Rejestr referencyjny | Zastąpienie kryterium dotyczącego definicji i środków naprawczych w dokumentacji transakcji (art. 21 ust. 9): wymogi dotyczące określenia warunków płatności w dokumentacji transakcji uwzględnia się w odrębnym kryterium |
| *Kryterium 22: Terminowe rozwiązywanie konfliktów pomiędzy inwestorami* | *Takie same (art. 21 ust. 10)* |

| | |
|---|---|
| NOWE kryterium: Zdarzenia kredytowe | Definicje zdarzeń kredytowych, w tym odniesienie do aktualnego brzmienia CRR, oraz działań restrukturyzacyjnych |
| NOWE kryterium: Płatności z tytułu ochrony kredytowej | Kryteria dotyczące płatności z tytułu ochrony kredytowej, w tym kryterium dotyczące tego, że płatności powinny opierać się na rzeczywistej zrealizowanej stracie |
| NOWE kryterium: Płatności z tytułu ochrony kredytowej po zamknięciu/ostatecznym rozliczeniu na etapie ostatecznej prawnej zapadalności umowy o ochronie kredytowej | Określenie kryteriów dotyczących zapewnienia minimalnego poziomu terminowości płatności z tytułu ochrony kredytowej |
| NOWE kryterium: Syntetyczna marża nadwyżkowa | Określenie warunków, na jakich jednostka inicjująca mogłaby zobowiązać się do stosowania syntetycznej marży nadwyżkowej w ramach transakcji. Należy doprecyzować kwestie wzajemnego oddziaływania między syntetyczną marżą nadwyżkową a ewentualną oceną organu nadzorczego dotyczącą dokonania istotnego i proporcjonalnego przeniesienia ryzyka. |
| NOWE kryterium: Kwalifikowalność ochrony kredytowej, kontrahentów i zabezpieczenia | Określenie przejrzystego zbioru zasad dotyczących uzgodnień z zakresu ochrony kredytowej oraz zabezpieczenia w ramach transakcji. |
| **Przejrzystość** | |
| Kryterium 23: Dane dotyczące historycznych wyników z zakresu niewykonania zobowiązania i strat | *Takie same (art. 22 ust. 1)* |
| Kryterium 24: Zewnętrzna weryfikacja próby | *Takie same (art. 22 ust. 2)* |
| Kryterium 25: Model przepływów pieniężnych z tytułu zobowiązań | *Takie same (art. 22 ust. 3)* |
| Kryterium 26: Efektywność środowiskowa aktywów | *Takie same (art. 22 ust. 4)* |
| Kryterium 27: Zgodność z wymogami dotyczącymi przejrzystości | *Takie same (art. 22 ust. 5)* |
| NOWE kryterium: Agent weryfikujący | Wprowadzenie konieczności powołania niezależnego agenta weryfikującego będącego osobą trzecią w celu weryfikacji określonych elementów zawiadomienia o zdarzeniu kredytowym w odniesieniu do poszczególnych ekspozycji bazowych. |

Źródło: EUNB