Europeiska unionens officiella tidning

SV
C-serien

C/2025/763

11.2.2025

Yttrande från Europeiska ekonomiska och sociala kommittén

Översyn av den rättsliga ramen för värdepapperisering i EU

(yttrande på eget initiativ)

(C/2025/763)

Föredragande: **Philip VON BROCKDORFF**

Medföredragande: **Antonio GARCÍA DEL RIEGO**

Rådgivare	Christian M. STIEFMUELLER (för föredraganden) Sebastien DE BROUWER (för medföredraganden)
Beslut av plenarförsamlingen	18.1.2024
Rättslig grund	Artikel 52.2 i arbetsordningen
Ansvarig sektion	Ekonomiska och monetära unionen, ekonomisk och social sammanhållning
Antagande av sektionen	6.11.2024
Antagande vid plenarsessionen	4.12.2024
Plenarsession nr	592
Resultat av omröstningen (för/emot/nedlagda röster)	145/0/3

1. Slutsatser och rekommendationer

1.1 Europeiska ekonomiska och sociala kommittén (EESK) anser att en ytterligare förbättring av värdepapperiseringsmarknadens funktionssätt skulle kunna bredda investeringsmöjligheterna för investerare och utöka kreditmöjligheterna för hushåll och företag. Värdepapperisering skulle kunna bidra till att föra kapitalmarknadsunionen framåt genom att utveckla djupa likviditetspooler, förbättra det direkta och indirekta marknadstillträdet och fortsätta att undanröja hinder för gränsöverskridande kapitalflöden.

1.2 Insatserna för att stimulera värdepapperisering i EU bör inriktas på att skapa påvisbara fördelar i form av extra finansiering för realekonomin, särskilt för hushållen och företagen. Värdepapperiseringen skulle kunna komplettera andra skuldinstrument, såsom säkerställda obligationer, genom att tillhandahålla refinansieringsalternativ för vissa tillgångsklasser samt ett riskhanteringsverktyg. Värdepapperisering skulle också kunna användas för att frigöra bankkapital för nya lån till realekonomin eller utdelningar till investerare.

1.3 EESK noterar att värdepapperisering har identifierats som en potentiell extra finansieringskälla som skulle täcka de betydande investeringsbehoven i samband med den gröna omställningen. En utvidgning av den befintliga upplysningsplikten om hållbarhet (t.ex. till andra tillgångsklasser) eller införandet av ett särskilt ramverk för grön värdepapperisering, kan tillföra ett mervärde för investerare som skulle uppskatta att ha sådan information för att kunna mäta sin egen andel investeringar i miljö, samhällsansvar och bolagsstyrning (ESG), för att bedöma ESG-relaterade risker och som ett jämförelseverktyg.

1.4 I synnerhet traditionell värdepapperisering har potential att mobilisera ytterligare finansiering från kapitalmarknaderna. EESK rekommenderar att man utvärderar varför traditionella värdepapperiseringar har haft en jämförelsevis svag återhämtning på marknaden och undersöker möjligheterna att vidareutveckla marknaden för värdepapper med bakomliggande tillgångar som säkerhet (ABS), för vissa tillgångsklasser. Framsteg när det gäller harmonisering, (t.ex. av avtalsrätt, insolvenslagstiftning och beskattning), vore betydelsefullt för att förbättra genomförbarheten av gränsöverskridande poolning och emissioner av sådana värdepapper.

1.5 En bedömning av värdepapperiseringsmarknaden rekommenderas, i synnerhet av marknadsinfrastruktur, likviditet, effektivitet och transparens, för att göra dessa instrument mer attraktiva utan att äventyra den finansiella stabiliteten. Ytterligare justeringar av regelverket för rapportering och krav på tillbörlig aktsamhet bör också utforskas, liksom insatser för att rationalisera Europeiska värdepappers- och marknadsmyndighetens (Esma) mallar för offentliggörande.

1.6 EESK noterar att tillsynsbehandlingen av bankernas och försäkringsbolagens värdepapperiseringsexponeringar till stor del styrs av internationella standarder. Vi noterar också att rådet för finansiell stabilitet (FSB) nyligen har inlett ett samråd med berörda parter för att utvärdera hur effektivt detta regelverk är. EESK anser att EU bör ha ett nära samarbete med sina internationella partner i denna utvärdering.

1.7 EESK konstaterar att det skulle kunna vara värt att ytterligare rationalisera processen när så är möjligt, till exempel genom att korta tidsramarna och ytterligare standardisera och harmonisera kraven på erkännande av betydande risköverföring (SRT). Myndigheterna bör dock fortsätta att noggrant övervaka var dessa risker fördelas för att förhindra en koncentration av systemrisker, såväl inom banksektorn som bland finansförmedlare som inte är banker.

1.8 EESK rekommenderar att EU-institutionerna genomför en bedömning för att utforska potentiella förbättringar i fråga om marknadsinfrastruktur, likviditet, effektivitet och transparens för att göra dessa värdepapperiseringsinstrument mer attraktiva för potentiella institutionella investerare, utan att äventyra den finansiella stabiliteten. Alla reformer bör syfta till att öka den reala finansieringen av ekonomin, för att främja ekonomisk tillväxt och nya arbetstillfällen när så är möjligt. EESK uppmanar kommissionen att se till att de pågående utvärderingarna av tillämpningen av regelverket för värdepapperisering inbegriper en analys av inverkan på finansieringen av realekonomin.

2. **Bakgrund till yttrandet**

2.1 Värdepapperisering bidrar indirekt till kapitalallokeringen till företag och hushåll, främst genom att göra det möjligt för banker att överföra vissa kreditriskexponeringar på investerarna. Värdepapperisering omfattar två olika instrument: traditionell värdepapperisering (”kontant” eller ”äkta försäljning”) och syntetisk värdepapperisering. Den viktigaste tekniska skillnaden är att vid traditionell värdepapperisering säljs de faktiska tillgångarna till investerare, medan det vid syntetisk värdepapperisering är banken som behåller tillgångarna men överför risken på institutionella investerare genom finansiella garantier och kreditderivat.

2.2 Behovet av att blåsa nytt liv i värdepapperiseringsmarknaden har framhållits av Europeiska rådet ([1]), i Lettas ([2]) och Draghis ([3]) rapporter och av Esma ([4]), vare sig det handlar om att öka EU:s konkurrenskraft, utveckla EU:s kapitalmarknader eller öka bankernas finansieringskapacitet. Syftet med det föreliggande yttrandet är att främja en översyn av den rättsliga ramen för värdepapperisering i EU i syfte att förbättra EU-ekonomins konkurrenskraft och arbetsvillkoren på den europeiska arbetsmarknaden, samtidigt som den finansiella stabiliteten upprätthålls.

2.3 Under 2022 uppgick de totala nyemissionerna av värdepapperiseringar i EU till 135 miljarder euro, och det totala nominella värdet av utestående värdepapperiseringar uppskattades till 930 miljarder euro ([5]). För båda måtten ligger marknaden fortfarande betydligt under sin topp 2008. Den gemensamma kommittén för de europeiska tillsynsmyndigheterna ([6]) har i en översikt noterat att införandet av värdepapperiseringsförordningen och tillsynsramen 2019 resulterade i en marknad som var mindre men av högre kvalitet, samt att nivåerna före krisen inte bör vara ett riktmärke att eftersträva.

([1]) Europeiska rådet, Extra möte i Europeiska rådet – slutsatser, 18 april 2024.
([2]) Letta, E.: ”Much more than a market”, 18 april 2024.
([3]) Draghi, M., *The Future of European Competitiveness*. Part B: In-depth Analysis and Recommendations, september 2024.
([4]) Esma, ”Building More Effective and Attractive Capital Markets in the EU”, ståndpunktsdokument, 22 maj 2024.
([5]) Esma, ”The EU Securitisation Market – An Overview”, 21 september 2023.
([6]) Den gemensamma kommittén för de europeiska tillsynsmyndigheterna, ”Joint Committee Advice on the Review of the Securitisation Prudential Framework”, 12 december 2022.

Man noterade dock att marknaden efter krisen inte hade uppnått målet att generera 100–150 miljarder euro i ytterligare finansiering. Den traditionella värdepapperiseringen i synnerhet har varit mer dämpad än den syntetiska värdepapperiseringen, som har sett en kraftig tillväxt på senare år efter det att syntetiska transaktioner inkluderades i ramverket för enkel, transparent och standardiserad värdepapperisering (STS) i april 2021 ([7]).

2.4 Tillgängliga uppgifter från Esma ([8]) och AFME (Association for Financial Markets in Europe) ([9]) visar att värdepapperiseringsmarknaderna i EU är heterogena och splittrade efter nationella skiljelinjer, och att 80 % av värdepapperiseringsemissionerna är koncentrerade till fyra medlemsstater ([10]). Marknadsfragmentering minskar möjligheterna för originatorer och emittenter att uppnå stordriftsfördelar, och begränsar likviditeten på marknaden för investerare. För traditionella värdepapperiseringar tenderar tillgångspooler att vara koncentrerade till ett enda land, och de värdepapperiserade tillgångsklasserna skiljer sig åt mellan länderna. Dessa skillnader kan tillskrivas en rad olika faktorer, bland annat de nationella ekonomiernas och kapitalmarknadernas särdrag, olika beskattningssystem, bolagsrättsramar och insolvensordningar samt tillgången till alternativa finansieringsinstrument, såsom säkerställda obligationer. Värdepapperiseringens bidrag till tillgången till extra kapitalpooler har hittills varit måttligt: till skillnad från andra marknader fortsätter bankerna i EU att med bred marginal själva vara de största innehavarna av värdepapperiseringar, och merparten av de volymer som emitterades 2023 behölls av emittenterna, främst för användning som säkerhet i centralbankstransaktioner ([11]).

2.5 I många EU-medlemsstater refinansieras lån mot säkerhet med hjälp av alternativa instrument, framför allt säkerställda obligationer. I slutet av 2022 var Danmark, Tyskland och Frankrike ([12]) de tre största globala emittenterna av säkerställda obligationer. Som jämförelse kan nämnas att säkerställda obligationer inte spelar någon betydande roll i Förenta staterna, framför allt på grund av att värdepapperisering som backas upp av finansieringsorgan där har en roll i bostadslån. Värdepapperisering och säkerställda obligationer har liknande strukturer, men de skiljer sig också åt i olika avseenden, t.ex. när det gäller riskprofil och användning. Skillnaderna i riskprofil återspeglas också i deras tillsynsbehandling. EESK noterar dock att säkerställda obligationer inte ger bankerna möjlighet att frigöra kapital, till exempel för nya lån eller utdelningar till investerare, eftersom kreditrisken för de lån som täcks kvarstår i den emitterande bankens balansräkning.

2.6 Förenta staternas marknad för värdepapperiseringar är fortfarande betydligt större än EU:s. Denna skillnad beror främst på strukturella särdrag, t.ex. tillgången till alternativa finansieringsinstrument, såsom säkerställda obligationer i Europa, och förekomsten av statligt finansierade hypoteksfinansieringsorgan i Förenta staterna, som står bakom den stora merparten (80 %) av värdepapperna mot säkerhet i panträtter ([13]). Om man räknar bort emissioner som backas upp av finansieringsorgan uppgår det totala utestående beloppet för värdepapperiseringar i Förenta staterna till ca 8 % av all utlåning i den privata sektorn, jämfört med ca 5 % i Förenade kungariket, ca 4 % i EU och ca 3 % i Japan ([14]).

3. **Allmänna kommentarer**

3.1 EESK anser att värdepapperisering positivt skulle kunna påverka fullbordandet av kapitalmarknadsunionen. Även om värdepapperisering inte kan ersätta utvecklingen av djupare, mer integrerade europeiska marknader för företagslån och aktierelaterade värdepapper, som är avhängig av att flera långsiktiga mål uppnås (t.ex. främjande av en aktiekultur, integration av värdepappersmarknader och värdepappersinfrastrukturer, harmonisering av bolags- och skattelagstiftning), skulle värdepapperisering kunna fungera som ett instrument för att koppla kapitalmarknaderna till företagens lånefinansiering och, på vissa marknader, utöka kreditmöjligheterna för hushållen. Att utveckla djupa likviditetspooler, förbättra investerarnas direkta och indirekta marknadstillträde och fortsätta att undanröja hinder för gränsöverskridande kapitalflöden är ytterst relevant för att föra kapitalmarknadsunionen framåt.

3.2 Det råder visserligen bred enighet om att reformerna av tillsynsramen för banker efter krisen var motiverade och nödvändiga för att hantera systemrisker, men EESK noterar att en bedömning av effektiviteten hos den befintliga rättsliga ramen är lämpligt. EESK noterar också att de internationella standarderna på detta område för närvarande är föremål för en utvärdering av FSB. Kommittén anser att en omkalibrering av tillsynskraven inte heller i sig skulle blåsa nytt liv i

([7]) Esma, ”The EU Securitisation Market – An Overview”, 21 september 2023.
([8]) Esma, ”The EU Securitisation Market – An Overview”, s. 9-12.
([9]) AFME, ”Securitisation Report: Q4 2022 and 2022 FY”, 14 mars 2023.
([10]) Esma, ”The EU Securitisation Market – An Overview”, 21 september 2023.
([11]) Esma, ”The EU Securitisation Market – An Overview”, 21 september 2023; ESRB, ”Monitoring Systemic Risks in the EU Securitisation Market”, juli 2022.
([12]) European Covered Bond Council (ECBC), ”European Covered Bond Factbook 2023”, september 2023.
([13]) Levitin, A. J., ”Report on the Institutional and Regulatory Differences between the American and European Securitization Markets”, Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (det tyska rådet för ekonomiska experter) Working Paper 3/2023, november 2023.
([14]) FSB, ”Evaluation on Effects of G20 Reforms on Securitisation”, samrådsrapport, 2 juli 2024.

värdepapperiseringsmarknaden ([15]), och rekommenderar att varje eventuell omkalibrering av tillsynsbehandlingen av värdepapperiseringen baseras på den utvärdering som görs av sakkunniga utsedda av de berörda institutionerna, och på ett effektivt sätt bör koppla kapitalkraven till verkliga risker. Dessutom bör andra justeringar av regelverket utforskas, såsom rationaliserade krav på rapportering, upplysning och tillbörlig aktsamhet, inklusive Esmas mallar för offentliggörande, förutsatt att de ovannämnda skyddsåtgärderna respekteras.

3.3 EESK rekommenderar att lagstiftare, tillsynsmyndigheter och marknadsaktörer övervakar var riskerna fördelas. Betydande framsteg har gjorts sedan 2008–2009, framför allt när det gäller tillsynen av kreditvärderingsinstitut och, i mindre utsträckning, finansförmedlare som inte är banker. Det kvarstår dock systemsårbarheter. Inte minst måste ackumuleringen av värdepapperiseringsrelaterade risker i mindre strikt övervakade delar av förmedlingskedjan undvikas. Tillsynsmyndigheterna bör också samarbeta närmare, till exempel genom att samla in och utbyta relevanta uppgifter och riskbedömningar.

3.4 EESK upprepar att insatserna för att stimulera värdepapperisering i EU bör inriktas på att skapa påvisbara fördelar i form av extra finansiering för realekonomin, särskilt för hushållen och företagen. Åtgärder på utbuds- och efterfrågesidan bör ägnas lika stor uppmärksamhet så att sunda och hållbara marknader utvecklas. När incitament för att främja värdepapperisering övervägs bör både skillnaderna i riskprofiler för strukturerade värdepapper och befintliga instrument för lånekapitalfinansiering beaktas. Eventuella överlappningar med etablerade, välfungerande marknader som redan bidrar till finansieringen av EU:s ekonomi, såsom säkerställda obligationer för hypotekslån, bör utvärderas noggrant. I detta avseende bör värdepapperisering spela en kompletterande roll jämte andra instrument för lånekapitalfinansiering, såsom säkerställda obligationer, genom att tillhandahålla refinansieringsalternativ för vissa tillgångsklasser, samt som ett riskhanteringsverktyg.

3.5 EESK rekommenderar att EU-institutionerna genomför en bedömning för att utforska potentiella förbättringar i fråga om marknadsinfrastruktur, likviditet, effektivitet och transparens för att göra dessa värdepapperiseringsinstrument mer attraktiva för potentiella institutionella investerare, utan att äventyra den finansiella stabiliteten. Alla reformer bör syfta till att öka den reala finansieringen av ekonomin, för att främja ekonomisk tillväxt och nya arbetstillfällen när så är möjligt. EESK uppmanar kommissionen att se till att de pågående utvärderingarna av tillämpningen av regelverket för värdepapperisering inbegriper en analys av inverkan på finansieringen av realekonomin.

3.6 Med hänsyn till tillsynsbehandling noterar EESK att tillsynsbehandlingen av bankernas och försäkringsbolagens värdepapperiseringsexponeringar till stor del styrs av internationella standarder. Vi noterar också att FSB nyligen har inlett ett samråd med berörda parter för att utvärdera hur effektivt detta regelverk är. EESK anser att EU bör ha ett nära samarbete med sina internationella partner i denna utvärdering. EESK noterar också att europeiska försäkringsgivare endast är marginellt aktiva som investerare på värdepapperiseringsmarknaden. Denna trend kan delvis förklaras av kalibreringen av lagstadgade krav. EESK skulle därför välkomna att Europeiska försäkrings- och tjänstepensionsmyndigheten (Eiopa) gjorde en översyn, vilket nyligen föreslogs av dess ordförande ([16]).

3.7 Vi är medvetna om begränsningarna när det gäller den traditionella värdepapperiseringens potential att mobilisera stegvis ökande finansiering för små och medelstora företag. Inneboende praktiska begränsningar (emissionsvolymer och tillgänglighet och heterogenitet när det gäller tillgängliga säkerheter) har begränsat denna marknads storlek och relevans. Lån till små och medelstora företag har visat sig vara mindre lämpliga säkerheter för ekonomiskt meningsfulla ABS-emissioner: säkerheterna är knappa och har ofta ringa eller ingen alternativ användning; löptiderna är icke-standardiserade och ofta korta och villkoren skräddarsydda. EESK rekommenderar att man utvärderar varför traditionell värdepapperisering har haft en jämförelsevis svag återhämtning jämfört med syntetisk värdepapperisering, och hur ABS-marknaden kan vidareutvecklas, särskilt för stora gränsöverskridande låneportföljer för små och medelstora företag. Framsteg när det gäller harmonisering, t.ex. av avtalsrätt, insolvenslagstiftning och beskattning, vore en förutsättning för att förbättra genomförbarheten av gränsöverskridande poolning och emissioner av sådana värdepapper.

([15]) Den gemensamma kommittén för de europeiska tillsynsmyndigheterna, ”Joint Committee Report on the Implementation and Functioning of the Securitisation Regulation” (artikel 44), 17 maj 2021.

([16]) Fausto Parente, ”Insurance Regulatory Framework for Securitisation”, Eurofi Magazine, februari 2024.

4. **Särskilda kommentarer**

4.1 Att blåsa nytt liv i värdepapperiseringsmarknaden skulle kunna vara ett sätt att bredda investeringsmöjligheterna för investerare och främja utlåningen till hushåll och företag i EU. Vi tror även att framför allt grön värdepapperisering skulle kunna spela en positiv roll i finansieringen av den gröna omställningen, till exempel för att refinansiera lån för renovering av fastigheter och öka investeringarna i mobilitet och energi. Det nuvarande regelverket ålägger endast en begränsad skyldighet för originatorer av värdepapperiseringstransaktioner att lämna hållbarhetsupplysningar. En utvidgning av den befintliga ESG-upplysningsplikten till andra tillgångsklasser på ett proportionerligt sätt eller införandet av ett särskilt ramverk för grön värdepapperisering kan tillföra ett mervärde för investerare som skulle uppskatta att ha sådan information för att kunna mäta sin egen andel ESG-investeringar, för att bedöma ESG-relaterade risker och som ett jämförelseverktyg.

4.2 EESK vidhåller att framtida översyner av regelverket bör omfatta noggranna överväganden om a) det förmedlingsproblem som är inneboende i ”originate and distribute”-modellen ([17]) och b) systemrisker, såsom koncentrationsrisker. Sådana överväganden bör endast baseras på lämpliga empiriska bevis och göras i linje med rekommendationerna från internationella standardiseringsorgan, samtidigt som europeiska särdrag beaktas.

4.3 Strukturerade värdepapper består av stora tillgångsportföljer, vilket gör det svårt för investerare att i detalj bedöma deras kvalitet. De är ytterst strukturerade (”segmentering”), dvs. de bygger på originatorns antaganden om tillgångskvalitet och kassaflöde, uttryckt i komplicerade ”vattenfallsmodeller”. Investerarna måste göra omfattande granskningar av tillbörlig aktsamhet eller förlita sig på kreditbetyg från kreditvärderingsinstitut. Kreditvärderingsinstituten fortsätter att betalas av originatorn. De intressekonflikter som kan uppstå till följd av detta, och som var en av de viktigaste bidragande orsakerna till den globala finanskrisen, identifierades återigen som en potentiell risk av Esma i dess nyligen framlagda rapport om CLO (collateralised loan obligations) ([18]). EESK rekommenderar att dessa överväganden hålls i minnet, inte minst när man bedömer om det är genomförbart och önskvärt att marknadsföra strukturerade värdepapper med bakomliggande tillgångar som säkerhet/värdepapper mot säkerhet i panträtter till mindre sofistikerade investerare.

4.4 EESK noterar att kravet på att en värdepapperiserings originator och medverkande institut ska bibehålla ett väsentligt ekonomiskt intresse i transaktionen (bibehållande av risk) utgör ett viktigt skydd mot ”moralisk risk”. EESK instämmer med den gemensamma kommittén för de europeiska tillsynsmyndigheterna ([19]) att skyldigheterna avseende bibehållandet av risk har visat sig vara framgångsrika och bör bibehållas i oförändrat skick.

4.5 EESK anser att EBA:s rapport från 2021 om betydande risköverföring (Significant Risk Transfer (SRT)) ([20]) väsentligt har bidragit till att harmonisera de europeiska tillsynsmyndigheternas tillämpning av ramen för kapitalkravslättnader ([21]). EESK noterar dock att marknadsaktörerna anser att tidsramarna för bedömning och erkännande av SRT-transaktioner är alltför långa. De SRT-tester som anges i EBA:s rapport kan dessutom vara komplexa och göra vissa transaktioner olönsamma, inte minst när kapitalkravslättnader har varit huvudmålet för den bank som var originator. EESK håller med om att eventuella åtgärder skulle kunna undersökas för att ytterligare effektivisera SRT-godkännandeprocessen – eventuellt med hjälp av mer standardiserade mallar – för att förenkla tillsynsmyndighetens arbete och möjliggöra ett snabbare godkännande av SRT-kraven, särskilt för enklare produkter.

([17]) Detta står i fokus för många bestämmelser i den nuvarande rättsliga ramen, såsom bibehållande av risk, kreditgivningsstandarder och STS-märkning.

([18]) Esma, ”EU CLO Credit Ratings – Risk of Conflicts of Interests Relating to Methodology Changes”, slutrapport, 21 september 2023.

([19]) Den gemensamma kommittén för de europeiska tillsynsmyndigheterna, ”Joint Committee Report on the Implementation and Functioning of the Securitisation Regulation” (artikel 44), 17 maj 2021.

([20]) EBA, ”Report on Significant Risk Transfers in Securitisations under Articles 244(6) and 245(6) of the Capital Requirements Regulation”, 23 november 2020.

([21]) Gonzalez, F., och Morar Triandafil, C., ”The European Significant Risk Transfer Securitisation Market, European Systemic Risk Board (ESRB)”, *Occasional Paper Series No. 23*, ESRB, s. 35.

4.6 Enligt en studie som nyligen publicerats av Europeiska systemrisknämnden (ESRB) ([22]) genomförs merparten av SRT-transaktionerna med syntetisk värdepapperisering och med en begränsad grupp motparter (vanligtvis professionella kreditriskhanterare). I ESRB:s studie påpekas det att en betydande nedgång i kreditcykeln skulle kunna tyda på överdrivet risktagande hos investerare som deltar på SRT-marknaden. EESK stöder författarnas förslag om att genomföra ytterligare analyser av hur överföring av SRT-risker påverkar det europeiska banksystemet och hur det flyttar över risker till andra delar av det finansiella systemet ([23]).

Bryssel den 4 december 2024.

Oliver RÖPKE
Europeiska ekonomiska och sociala kommitténs ordförande

([22]) Gonzalez, F., and Morar Triandafil, C., "The European Significant Risk Transfer Securitisation Market", *Occasional Paper Series No. 23*, ESRB, s. 35.

([23]) Aliaj, O., Gara, A., och Platt, E., "Blackstone Snaps Up 'Circular' Private Equity Credit Risk", *Financial Times*, 3 juli 2024.