SPRAWOZDANIE KOMISJI DLA PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY

Funkcjonowanie rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji

Spis treści

[1. Wprowadzenie 2](#_Toc115361584)

[2. Zmiany na rynku 5](#_Toc115361585)

[3. Skutki rozporządzenia 6](#_Toc115361586)

[4. Zatrzymanie ryzyka 8](#_Toc115361587)

[5. Analiza *due diligence* i przejrzystość 10](#_Toc115361588)

[6. Sekurytyzacje prywatne 11](#_Toc115361589)

[6.1 Czy nastąpił nieproporcjonalny wzrost liczby sekurytyzacji prywatnych? 12](#_Toc115361590)

[6.2 Czy inwestorzy i organy nadzoru dysponują wystarczającymi informacjami na temat sekurytyzacji prywatnych? 13](#_Toc115361591)

[6.3 Definicja sekurytyzacji prywatnej 14](#_Toc115361592)

[7. Równoważność STS 15](#_Toc115361593)

[8. Zrównoważona sekurytyzacja 16](#_Toc115361594)

[9. Weryfikacja kryteriów STS przez osobę trzecią 19](#_Toc115361595)

[10. Jednostki specjalnego przeznaczenia do celów sekurytyzacji (SSPE) 20](#_Toc115361596)

[11. Zakres jurysdykcji 21](#_Toc115361597)

[11.1 Obowiązki strony sprzedającej 21](#_Toc115361598)

[11.2 Obowiązki strony kupującej – dostępność ujawnionych informacji 23](#_Toc115361599)

[11.3 Obowiązki strony kupującej – inwestorzy ZAFI 25](#_Toc115361600)

[12. Nadzór nad sekurytyzacją 26](#_Toc115361601)

[13. Ostrożnościowe podejście do sekurytyzacji 28](#_Toc115361602)

[14. Wnioski 29](#_Toc115361603)

# Wprowadzenie

Sekurytyzacja jest to proces przekształcenia niezamiennych wierzytelności lub wynikających z nich przepływów pieniężnych w zbywalne papiery wartościowe. Narzędzie to wnosi zatem istotny wkład w dobrze funkcjonujący system finansowy, który skutecznie finansuje gospodarkę realną, ponieważ uwalnia zdolność bilansową banków, co umożliwia im udzielanie nowych kredytów przedsiębiorstwom, w tym MŚP. Pełni rolę ważnego narzędzia do celów zarządzania kapitałem, płynnością i ryzykiem w bankach. Ponadto dzięki sekurytyzacji inwestorzy mają dostęp do nowych klas aktywów, co zapewnia zróżnicowane możliwości inwestycyjne dla inwestorów długoterminowych.

Po upływie 15 lat od wielkiego kryzysu finansowego sekurytyzacja nadal jest jednak postrzegana jako skomplikowane narzędzie inżynierii finansowej z tamtych czasów. Powszechnie wiadomo, że słabo uregulowana sekurytyzacja w znacznym stopniu przyczyniła się do kryzysu na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych *subprime*, który szybko objął światowy system finansowy, wywołując daleko idące konsekwencje dla podatników i przedsiębiorstw w UE i poza nią.

Europejskie rynki sekurytyzacji nie borykały się z takimi samymi problemami, jak rynki w USA[[1]](#footnote-2). Nastąpił jednak znaczny spadek emisji i inwestycji na rynkach UE. W następstwie wielkiego kryzysu finansowego banki centralne[[2]](#footnote-3) i wiele zainteresowanych stron uznało zgodnie, że istnieje potrzeba ożywienia unijnego rynku sekurytyzacji. W związku z tym Komisja Europejska zobowiązała się do realizacji celu, jakim jest bezpieczne i trwałe ożywienie rynku sekurytyzacji w UE. W planie inwestycyjnym dla Europy z 2014 r. Komisja określiła stworzenie dobrze prosperującego rynku wysokiej jakości sekurytyzacji jako jeden z pięciu obszarów wymagających natychmiastowych działań i włączyła to działanie do wykazu elementów składowych unii rynków kapitałowych[[3]](#footnote-4).

W następstwie tych zobowiązań politycznych w 2015 r. Komisja zaproponowała kompleksowe ramy prawne, na które składało się nowe rozporządzenie w sprawie sekurytyzacji oraz ukierunkowane zmiany ostrożnościowego podejścia do sekurytyzacji.

Negocjacje między współustawodawcami – Parlamentem Europejskim i Radą – zakończyły się w 2017 r. Rozporządzenie (UE) 2017/2402[[4]](#footnote-5) („rozporządzenie w sprawie sekurytyzacji”) i rozporządzenie (UE) 2017/2401 zmieniające rozporządzenie (UE) nr 575/2013 w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnychweszły w życie 1 stycznia 2019 r.

Rozporządzenie w sprawie sekurytyzacji opiera się na szeregu przepisów, które obowiązywały już wcześniej i które zmieniono częściowo w reakcji na kryzys. Przepisy te były jednak rozproszone w wielu sektorowych aktach prawnych, które miały zastosowanie do różnych podmiotów rynkowych, między innymi w: (i) rozporządzeniu w sprawie wymogów kapitałowych (CRR) dla banków[[5]](#footnote-6); (ii) dyrektywie Wypłacalność II[[6]](#footnote-7) dla ubezpieczycieli oraz (iii) dyrektywach w sprawie przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS)[[7]](#footnote-8) oraz w sprawie alternatywnych funduszy inwestycyjnych (ZAFI[[8]](#footnote-9)) dla podmiotów zarządzających aktywami. Rozporządzenie w sprawie sekurytyzacji tworzy jednolite i zharmonizowane ramy prawne dla głównych stron biorących udział w transakcji sekurytyzacyjnej. Zaliczają się do nich pierwotni kredytodawcy, jednostki inicjujące, jednostki sponsorujące, jednostki specjalnego przeznaczenia do celów sekurytyzacji oraz inwestorzy instytucjonalni uczestniczący w unijnym rynku sekurytyzacji. Ponadto rozporządzenie w sprawie sekurytyzacji tworzy specjalne ramy na potrzeby prostych, przejrzystych i standardowych sekurytyzacji (STS) stanowiących prawdziwą sprzedaż[[9]](#footnote-10), aby zapewnić większą przejrzystość i zmniejszyć złożoność rynku.

Znaczenie dobrze funkcjonującego rynku sekurytyzacji w kontekście zapewnienia wystarczającej ilości kredytów dla gospodarki realnej podkreślono ponownie w pakiecie na rzecz odbudowy rynków kapitałowych[[10]](#footnote-11), który ma pomóc gospodarce UE w wyjściu z pandemii COVID-19. Pakiet obejmował zmiany w rozporządzeniu w sprawie sekurytyzacji w celu rozszerzenia zakresu systemu STS na bilansowe sekurytyzacje syntetyczne[[11]](#footnote-12) oraz usunięcia niektórych przeszkód regulacyjnych dla sekurytyzacji ekspozycji nieobsługiwanych. Parlament Europejski i Rady przyjęły te zmiany w marcu 2021 r.

Ponad trzy lata po rozpoczęciu stosowania nowych ram prawnych sekurytyzacji, zgodnie z zapowiedzią zawartą w dokumencie pt. „Unia rynków kapitałowych dla obywateli i przedsiębiorstw – nowy plan działania”[[12]](#footnote-13), w niniejszym sprawozdaniu podsumowano rozwój rynku i omówiono ważne aspekty ram prawnych. Niniejsze sprawozdanie stanowi wypełnienie mandatu prawnego Komisji na podstawie art. 46 rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji, zgodnie z którym Komisja powinna przedstawić Parlamentowi Europejskiemu i Radzie sprawozdanie z funkcjonowania rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji, dołączając, w stosownych przypadkach, wniosek ustawodawczy. Stanowi również wypełnienie mandatu prawnego na podstawie art. 45a ust. 3 dotyczące przedstawiania współustawodawcom sprawozdania w sprawie stworzenia szczególnych ramy zrównoważonej sekurytyzacji w oparciu o odpowiednie sprawozdanie Europejskiego Urzędu Nadzoru Bankowego (EBA). Niniejszy raport odnosi się również do kwestii poruszonych w opinii Europejskich Organów Nadzoru (ESA) z 25 marca 2021 r. dla Komisji Europejskiej w sprawie zakresu jurysdykcji[[13]](#footnote-14) („opinia Wspólnego Komitetu”), poprzez przedstawienie wykładni prawnej niektórych przepisów rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji. Uwzględniono w nim również zalecenia utworzonego przez Komisję w 2019 r. forum wysokiego szczebla ds. unii rynków kapitałowych[[14]](#footnote-15).

W sprawozdaniu wykorzystano szereg źródeł, w szczególności obszerną analizę przeprowadzoną przez podkomitet ds. sekurytyzacji Wspólnego Komitetu Europejskich Urzędów Nadzoru, która została opublikowana w dwóch dokumentach: (i) sprawozdaniu dotyczącym wdrażania i funkcjonowania rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji[[15]](#footnote-16) (17 maja 2021 r., „sprawozdanie Wspólnego Komitetu”) oraz (ii) opinii Wspólnego Komitetu. Komisja przeprowadziła ponadto ukierunkowane konsultacje publiczne, w trakcie których uzyskano 56 odpowiedzi („konsultacje”). Konsultacje te wzbudziły zainteresowanie szerokiego grona uczestników rynku, zarówno po stronie kupna, jak i sprzedaży, a także organów publicznych i środowisk akademickich. Do niniejszego sprawozdania dołączono podsumowanie uzyskanych odpowiedzi[[16]](#footnote-17), w którym przedstawiono szczegółowe streszczenie tych odpowiedzi.

Zgodnie z mandatami prawnymi w niniejszym sprawozdaniu skoncentrowano się na tych aspektach ram sekurytyzacji, które dotyczą rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji. Kwestie związane z ostrożnościowym traktowaniem sekurytyzacji przez banki i zakłady ubezpieczeń są obecnie przedmiotem wniosku o przedstawienie opinii skierowanego do Wspólnego Komitetu ESA[[17]](#footnote-18), a Komisja oceni je po otrzymaniu tej opinii. Niniejsze sprawozdanie i zawarte w nim wnioski w żaden sposób nie przesądzają o ocenie i ewentualnych decyzjach, które Komisja podejmie w sprawie adekwatności obecnego systemu ostrożnościowego.

W sprawozdaniu skoncentrowano się na funkcjonowaniu: (i) wymogu dotyczącego zatrzymania ryzyka; (ii) wymogów dotyczących analizy *due diligence* i przejrzystości; (iii) zasad i definicji sekurytyzacji prywatnych; (iv) argumentu przemawiającego za wprowadzeniem systemu równoważności STS; (v) systemu zrównoważonej sekurytyzacji; (vi) funkcji weryfikacji przez osobę trzecią w ramach STS oraz (vii) argumentu przemawiającego za ustanowieniem systemu banków licencjonowanych w miejsce obecnej struktury sekurytyzacji stanowiącej prawdziwą sprzedaż zbudowanej wokół jednostek specjalnego przeznaczenia do celów sekurytyzacji (SSPE). W sprawozdaniu omówiono również kwestie dotyczące zakresu jurysdykcyjnego rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji, podniesione w opinii Wspólnego Komitetu, oraz przedstawiono interpretacje prawne w tym kontekście. W oparciu o sprawozdanie Wspólnego Komitetu niniejszy dokument zawiera ocenę obecnego stanu nadzoru i kończy się przeglądem bieżących i nadchodzących prac nad ostrożnościowym podejściem do sekurytyzacji.

# Zmiany na rynku

Obecnie trudno jest uzyskać wiarygodne i kompleksowe szacunki dotyczące wielkości rynku sekurytyzacji w UE. Z czasem repozytoria sekurytyzacji będą w stanie przedstawić pełne zestawienie publicznych sekurytyzacji, ale obecnie pozostaje duża liczba aktywnych transakcji odziedziczonych, tj. wyemitowanych przed 1 stycznia 2019 r., które nie muszą być zgłaszane do repozytoriów. 6 kwietnia 2022 r. wolumen sekurytyzacji zgłoszonych do repozytoriów sekurytyzacji wynosił około 460 mld EUR, natomiast szacunki rynkowe dotyczące wielkości publicznego rynku sekurytyzacji w strefie euro (z wyłączeniem instrumentów typu CLO) na koniec 2021 r. wynosiły prawie 750 mld EUR. Ponadto obecnie nie ma żadnych oficjalnych informacji na temat dokładnej wielkości rynku sekurytyzacji prywatnych, ponieważ transakcje takie są obecnie zgłaszane do repozytoriów sekurytyzacji jedynie na zasadzie dobrowolności, a organy nadzoru nie gromadziły dotychczas takich danych w sposób systematyczny. Jak wynika z dokumentu pt. „European Benchmarking Exercise for private securitisations” [Europejska analiza porównawcza dotycząca sekurytyzacji prywatnej][[18]](#footnote-19), cały rynek szacuje się na co najmniej 189 mld EUR łącznych zobowiązań. W szacunkach tych uwzględniono jednak transakcje w Zjednoczonym Królestwie.

Jak wynika z szacunków rynkowych, po kilku latach spadku[[19]](#footnote-20) saldo należności w przypadku transakcji sekurytyzacyjnych w UE jest stabilne od czasu wejścia w życie rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji w 2019 r. Między 2015 r. a końcem 2021 r. saldo zmniejszyło się o 11,9 % wykazując podobną dynamikę jak rynek Zjednoczonego Królestwa, natomiast amerykański rynek sekurytyzacji w tym okresie odnotował znaczący wzrost[[20]](#footnote-21). Dominującym rodzajem sekurytyzacji jest papier wartościowy zabezpieczony spłatami mieszkaniowych kredytów hipotecznych, które na koniec 2021 r. stanowiły prawie 60 % rynku UE, a w dalszej kolejności sekurytyzacja zabezpieczona kredytami dla MŚP, kredytami konsumenckimi i kredytami na zakup samochodu.

Alternatywnym źródłem danych jest wspólna sprawozdawczość w zakresie skonsolidowanych, subskonsolidowanych i jednostkowych wymogów kapitałowych (COREP), która obejmuje sekurytyzacje stanowiące prawdziwą sprzedaż, sekurytyzacje syntetyczne i papiery dłużne przedsiębiorstw zabezpieczonych aktywami, będące w posiadaniu banków lub przez nie inicjowane. Zaletą tego źródła jest to, że obejmuje ono transakcje prywatne, choć z zastrzeżeniem, że transakcje bez banku uczestniczącego nie wchodzą w jego zakres. Według tego źródła danych pozostała do spłaty kwota transakcji wzrosła z 1 080 mln EUR w 2018 r. do 1 300 mln EUR w 2021 r., co wskazuje na wzrost działalności sekurytyzacyjnej wśród banków od czasu rozpoczęcia stosowania rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji.

# Skutki rozporządzenia

**Kontekst i ustalenia**

***Wpływ na funkcjonowanie rynku sekurytyzacji w UE***

Większość respondentów, którzy wzięli udział w konsultacjach, zasadniczo popiera obowiązujące obecnie ramy prawne. Respondenci wskazali również, że trudno jest w pełni ocenić skutki rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji ze względu na stosunkowo krótki okres jego stosowania i występujące jednocześnie czynniki zewnętrzne, takie jak pandemia COVID-19 i zwiększenie płynności za pomocą instrumentów polityki pieniężnej.

**Wykres 1**: podsumowanie odpowiedzi na pytanie 1: Czy rozporządzenie w sprawie sekurytyzacji skutecznie przyczyniło się do osiągnięcia następujących celów?



Zdaniem respondentów skuteczność nowych ram prawnych była największa w przypadku celu polityki, jakim jest **zapewnienie wysokiego poziomu ochrony inwestorów** za sprawą zatrzymania ryzyka i dostępności informacji. Niektórzy respondenci zakwestionowali proporcjonalność kosztów przestrzegania przepisów. Zasadniczo przyznano, że rozporządzenie ułatwiło dalszą **integrację,** ale również że unijny rynek sekurytyzacji nadal stanowi rynek rozwijający się. Respondenci stwierdzili jednak, że utrzymuje się fragmentacja rynku wśród państw członkowskich, co wydaje się ograniczać korzyści skali, które można by uzyskać. Respondenci podkreślili również, że dalsza integracja unijnego rynku sekurytyzacji zależy od innych niż samo rozporządzenie w sprawie sekurytyzacji czynników, takich jak polityka pieniężna, infrastruktura nadzorcza i postępy w zakresie szerszego planu działania na rzecz unii rynków kapitałowych. Większość respondentów zgadzała się, że rozporządzenie w sprawie sekurytyzacji stanowi **jasne ramy prawne,** zaznaczając jednak, że niektóre jego części można by udoskonalić, oraz uznała, że rozporządzenie w sprawie sekurytyzacji ułatwiło **monitorowanie ewentualnego ryzyka**, chociaż niekoniecznie w przypadku sekurytyzacji prywatnych.

Większość respondentów z branży nie uważała, że dzięki sekurytyzacji zapewniono lepszy **dostęp do kredytów dla gospodarki realnej**, w tym MŚP. Podobnie respondenci z branży nie zaobserwowali **zwiększenia bazy inwestorów lub emitentów** w pierwszych latach wdrażania rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji. Wręcz przeciwnie – respondenci stwierdzili, że liczba inwestorów z niektórych głównych sektorów, takich jak zakłady ubezpieczeń, spadła.

Zasadniczo w odczuciu respondentów do tej pory rozporządzenie w sprawie sekurytyzacji nie przyniosło żadnych wymiernych korzyści z punktu widzenia udzielania kredytów na rzecz gospodarki realnej i MŚP. Wynika to przede wszystkim z faktu, że od czasu wprowadzenia rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji nie nastąpił wzrost wielkości rynku, zwłaszcza w przypadku kredytów dla MŚP.

***Wpływ oznakowania „STS”***

Na koniec marca 2022 r. Europejskiemu Urzędowi Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) zgłoszono 620 tradycyjnych i 19 bilansowych[[21]](#footnote-22) sekurytyzacji STS. W przypadku sekurytyzacji STS najczęściej stosowanym rodzajem aktywów bazowych są należności z tytułu dostaw i usług, zwykle w drodze transakcji na papierach dłużnych przedsiębiorstw zabezpieczonych aktywami, a w dalszej kolejności kredyty na zakup samochodu/umowy leasingu samochodów i papiery wartościowe zabezpieczone spłatami mieszkaniowych kredytów hipotecznych. Ze sprawozdania Wspólnego Komitetu wynika, że zdaniem uczestników rynku główna korzyść wynikająca z oznakowania „STS” to związane z nim preferencyjne traktowanie regulacyjne. Dzięki temu banki i zakłady ubezpieczeń mogą korzystać z niższego narzutu kapitałowego w przypadku pozycji zgłoszonych jako STS w porównaniu z sekurytyzacjami innymi niż sekurytyzacja STS (zob. wykres 2).

**Wykres 2: Główne korzyści i wyzwania związane ze znakiem „STS”**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Korzyści wynikające z STS** | **Względny wynik** | **Wyzwania związane z STS** | **Względny wynik** |
| Sposób ujmowania w kapitale | 4,2 | Złożoność kryteriów STS | 3,9 |
| Szersza baza inwestorów | 3,4 | Restrykcyjność kryteriów | 3,7 |
| Wycena | 3,3 | Sankcje prawne | 3,7 |
| Standaryzacja | 3,1 | Koszty przestrzegania przepisów | 3,6 |
| Przejrzystość | 3,0 | Niewystarczająca jasność kryteriów | 3,5 |

Źródło: sprawozdanie Wspólnego Komitetu

Względny wynik w skali od 0 (brak znaczenia) do 5 (ogromne znaczenie)

**Ocena Komisji**

Jeżeli chodzi o ogólną sytuację na rynku, Komisja przyjmuje do wiadomości przedstawione przez przedstawicieli branży informacje zwrotne, z których wynika, że wielkość emisji sekurytyzacyjnych jest w dalszym ciągu nieznaczna. Nie można jednak ponad wszelką wątpliwość ustalić sytuacji na całym rynku ze względu na brak źródła wyczerpujących danych obejmującego wszystkie segmenty rynku. W tym względzie organy nadzoru zachęca się do zintensyfikowania działań, aby lepiej ustalić w szczególności wielkość rynku sekurytyzacji prywatnych. Ponadto na tym etapie nie jest jasne, w jakim stopniu zmiany na rynku można przypisać wpływowi systemu regulacyjnego, a w jakim stopniu bardziej decydujące okazały się czynniki zewnętrzne.

Komisja nie odnotowała żadnych istotnych obaw co do jakości kredytowej unijnych sekurytyzacji ani nie została powiadomiona o takich obawach, pomimo że panują stosunkowo niekorzystne warunki makroekonomiczne, co świadczy o solidnych podstawach unijnego rynku sekurytyzacji.

Komisja odnotowuje, że rynek wprowadził i powszechnie zaakceptował oznakowanie „STS”. Oznaczenie to spełnia swój cel, tj. dzięki niemu inwestorom łatwiej jest identyfikować wysokiej jakości struktury, a sekurytyzacja przestaje wywoływać złe skojarzenia. Komisja i Europejskie Urzędy Nadzoru nadal będą monitorować rynek i zapewniać uczestnikom rynku wytyczne i w razie potrzeby wyjaśnienia dotyczące interpretacji kryteriów STS, aby lepiej orientowali się w ramach prawnych.

Komisja jest zdania, że rozporządzenie w sprawie sekurytyzacji zasadniczo wydaje się spełniać swój cel, i w tym momencie nie widzi konieczności wprowadzania istotnej zmiany legislacyjnej. Komisja odnotowuje jednak obawy wyrażone przez zainteresowane strony i przyznaje, że niektóre aspekty można udoskonalić (zob. sekcje 5 i 6).

# Zatrzymanie ryzyka

**Kontekst i ustalenia**

Aby uniknąć rozbieżności zachęt dla emitentów i nabywców sekurytyzacji, w art. 6 rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji wymaga się, aby jednostki inicjujące, jednostki sponsorujące lub pierwotni kredytodawcy (i jednostki obsługujące w przypadku sekurytyzacji ekspozycji nieobsługiwanych) posiadały w trakcie całego okresu trwania transakcji udział gospodarczy netto w sekurytyzacji wynoszący nie mniej niż 5 %. Oprócz tego bezpośredniego zobowiązania przewidziano również pośrednią weryfikację przestrzegania tego wymogu dotyczącego zatrzymania ryzyka, zgodnie z którym inwestorzy instytucjonalni mogą posiadać wyłącznie pozycje sekurytyzacyjne, w przypadku których zatrzymany istotny udział gospodarczy netto wynosi nie mniej niż 5 %.

Według informacji udzielonych przez repozytorium sekurytyzacji European Data Warehouse[[22]](#footnote-23) najpopularniejszą metodą zatrzymania w przypadku publicznych sekurytyzacji długoterminowych jest metoda „pierwszej straty”, zgodnie z którą podmiot zatrzymujący zatrzymuje ryzyko pierwszej straty kredytowej do wysokości 5 % nominalnej wartości sekurytyzowanych ekspozycji (zob. wykres 3).

**Wykres 3: Stosowanie metod zatrzymania w przypadku publicznych sekurytyzacji długoterminowych, w ujęciu procentowym**

Źródło: European Data Warehouse



Ponieważ nie istnieje obowiązek zgłaszania sekurytyzacji prywatnych repozytoriom sekurytyzacji, w przypadku transakcji prywatnych trudniej jest systematycznie otrzymywać dane dotyczące stosowanych metod zatrzymania ryzyka. Z danych COREP dotyczących banków uczestniczących w transakcjach sekurytyzacyjnych wynika, że najczęściej stosowaną metodą zatrzymania w odniesieniu do transakcji syntetycznych, w przypadku których dąży się do uznania przeniesienia istotnej części ryzyka w celu uwolnienia kapitału, (zazwyczaj są to transakcje prywatne) jest metoda „pionowego segmentu”. Oznacza to, że jednostka inicjująca, jednostka sponsorująca lub pierwotny kredytodawca zatrzymuje co najmniej 5 % każdej z transz sprzedanych lub przeniesionych na rzecz inwestorów. Tę metodę zatrzymania wykorzystano w przypadku 80 % syntetycznych transakcji przeniesienia istotnej części ryzyka w latach 2020–2021.

W sprawozdaniu Wspólnego Komitetu nie ustalono występowania nieprawidłowości w stosowaniu ram zatrzymania ryzyka. Komisja nie przyjęła jednak jeszcze regulacyjnych standardów technicznych wymaganych w art. 6 ust. 7 rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji, w których procedury zatrzymania ryzyka mają być szczegółowo określone. Mogło to spowodować pewną niepewność prawa z punktu widzenia uczestników rynku[[23]](#footnote-24). Wydaje się, że ten brak szczegółowych przepisów nie ma wpływu na transakcje typu „plain vanilla”, ponieważ wymogi dotyczące zatrzymania ryzyka w dużej mierze pochodzą z już obowiązujących przepisów rozporządzenia w sprawie wymogów kapitałowych, które są znane w szczególności instytucjom kredytowym.

**Ocena Komisji**

Z dostępnych danych wynika, że na rynku wykorzystuje się wszystkie dostępne metody zatrzymania. Nie ma dowodów, które świadczyłyby, że którakolwiek metoda zatrzymania ryzyka dopuszczona w rozporządzeniu w sprawie sekurytyzacji jest nieodpowiednia. Komisja nie widzi zatem potrzeby zmiany wymogów dotyczących zatrzymania ryzyka, ale zachęca EUNB do dalszego monitorowania ich stosowania. W przyszłości warto bardziej szczegółowo przeanalizować, dlaczego i w jakich okolicznościach uczestnicy rynku wolą stosować daną metodę zatrzymania, a nie pozostałe, oraz na ile każda metoda zatrzymania jest skuteczna, jeżeli chodzi o zatrzymanie części transakcji.

# Analiza *due diligence* i przejrzystość

**Kontekst i ustalenia**

Zgodnie z rozporządzeniem w sprawie sekurytyzacji przed wejściem w posiadanie pozycji sekurytyzacyjnej inwestorzy instytucjonalni muszą przeprowadzić szczegółową analizę *due diligence*. Przeprowadzenie ostrożnej i należytej analizy ryzyka związanego z sekurytyzacją w istotnym stopniu zależy od dostępu do informacji. Aby ułatwić inwestorom przeprowadzanie analizy *due diligence*, a właściwym organom sprawowanie nadzoru, w art. 7 przewidziano, że jednostki inicjujące, jednostki sponsorujące i SSPE są zobowiązane do udostępniania wszystkich istotnych dokumentów zawierających opis cech sekurytyzacji oraz do regularnego ujawniania wszystkich zasadniczo istotnych danych na temat jakości kredytowej i dochodów z tytułu ekspozycji bazowych. Informacje przekazuje się repozytoriom sekurytyzacji za pomocą ujednoliconych szablonów. W ramach analizy *due diligence* inwestorzy muszą między innymi zweryfikować, czy sekurytyzacja jest zgodna z wymogami dotyczącymi przejrzystości, określonymi w rozporządzeniu w sprawie sekurytyzacji.

W konsultacjach poproszono o udzielenie informacji zwrotnych dotyczących proporcjonalności wymogów dotyczących ujawniania i należytej staranności, procedur analizy *due diligence* przeprowadzanej przez inwestorów oraz przydatności szablonów do ujawniania danych. Większość respondentów, w szczególności przedstawicieli branży, uznała, że wymogi dotyczące analizy *due diligence* i przejrzystości są nieproporcjonalne. Takie zainteresowane strony były zdania, że przepisy te są zbyt nakazowe i restrykcyjne, zwłaszcza w porównaniu z ramami mającymi zastosowanie do podobnych instrumentów, takich jak obligacje zabezpieczone. Ponadto respondenci uważali, że w przepisach tych nie uwzględniono w pełni specyfiki takiej transakcji, w szczególności kwestii, czy jest to transakcja publiczna czy prywatna (zob. również sekcja 6 na temat sekurytyzacji prywatnych). Respondenci z branży stwierdzili również, że zasady przejrzystości stosuje się w sposób nieproporcjonalny do sekurytyzacji w państwach trzecich. Skutkuje to niepewnością co do zdolności inwestorów do spełnienia obowiązków w zakresie analizy *due diligence* w przypadku inwestowania w tego typu transakcje (zob. sekcja 11). Respondenci, którzy uznali, że obecnie obowiązujący system jest proporcjonalny, podkreślili, że dzięki ujednoliconemu ujawnianiu inwestorom łatwiej jest przeanalizować cechy złożonej transakcji sekurytyzacyjnej.

Większość respondentów zgodziła się ze stwierdzeniem, że informacje przekazywane na podstawie art. 7 rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji są wystarczające na potrzeby przeprowadzenia przez inwestorów analizy *due diligence*. Niektóre zainteresowane strony twierdziły, że informacje te w praktyce są zbyt obszerne i inwestorzy nie muszą z nich korzystać, a zamiast tego mogą stosować swoje istniejące rozwiązania w zakresie analizy *due diligence*, które obowiązywały przed wejściem w życie rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji. Wielu respondentów wskazało konkretne pola w szablonie, które ich zdaniem z różnych powodów są problematyczne, np. wiele pól odnosi się do podobnych informacji lub brakuje jasności co do przydatności niektórych informacji, które należy podać w szablonie. Jeżeli chodzi o wpływ ujawniania informacji dotyczących poszczególnych kredytów, większość zainteresowanych stron uznała, że ujawnianie takich informacji zasadniczo jest przydatne w przypadku wszystkich klas aktywów, chyba że portfel obejmuje wiele ekspozycji, gdyż w tym przypadku wpływ pojedynczej ekspozycji na wyniki puli ekspozycji sekurytyzowanych jest niewielki.

Większość zainteresowanych stron uznała, że system obowiązków informacyjnych można zatem uprościć bez szkody dla celu współustawodawców, jakim jest ochrona inwestorów instytucjonalnych i ułatwienie nadzoru. Z większości odpowiedzi, w tym ze strony kilku organów publicznych, wynika, że wymogi dotyczące przejrzystości należy lepiej dopasować do potrzeb inwestorów, w szczególności w przypadku sekurytyzacji prywatnych.

Sprawozdanie Wspólnego Komitetu zawiera ponadto przegląd wpływu wymogów dotyczących analizy *due diligence* i przejrzystości. W kwestii należytej staranności w sprawozdaniu nie stwierdzono konieczności wprowadzania zmian w prawie i zalecono wyjaśnienie zakresu jurysdykcji przepisów (zob. sekcja 11) oraz intensyfikację działań właściwych organów krajowych na potrzeby zwiększenia skuteczności nadzoru w zakresie analizy *due diligence*. W kwestii przepisów dotyczących przejrzystości przede wszystkim zalecono zwiększenie zbieżności i poprawę koordynacji w obszarze nadzoru oraz dalsze monitorowanie wpływu szablonów służących do ujawniania informacji oraz wskazano, że na tym etapie jest jeszcze za wcześnie na kompleksową ocenę funkcjonowania tych szablonów.

**Ocena Komisji**

Zawarte w rozporządzeniu w sprawie sekurytyzacji przepisy dotyczące przejrzystości i należytej staranności siłą rzeczy są ze sobą powiązane, ponieważ zapewnienie przejrzystości powinno ułatwić przeprowadzenie analizy *due diligence*. Należy zatem unikać zgłaszania informacji, z których inwestorzy nie korzystają, gdyż zgłaszanie takich informacji generuje zbędne koszty przestrzegania przepisów i przynosi znikome korzyści.

Mimo że ramy dotyczące przejrzystości są w pełni stosowane dopiero od czerwca 2021 r., kiedy to zezwolenie otrzymały pierwsze repozytoria sekurytyzacji, szablony do ujawniania informacji stosuje się, przynajmniej w niektórych częściach rynku, od czasu ich przyjęcia przez ESMA w styczniu 2019 r. Komisja jest zatem zdania, że szablony są stosowane na tyle długo, że wszelkie ewentualne istotne niedociągnięcia byłyby już widoczne. W informacjach zwrotnych udzielonych w konsultacjach wskazano obszary, w których przydatność szablonów do ujawniania informacji faktycznie może być ograniczona.

Komisja zachęca zatem ESMA do przeprowadzenia przeglądu szablonów do ujawniania informacji w zakresie ekspozycji bazowych w ramach sekurytyzacji. ESMA powinien w szczególności dążyć do rozwiązania technicznych problemów w uzupełnianiu informacji wymaganych w niektórych polach, usunięcia potencjalnie zbędnych pól i lepszego dostosowania pól do potrzeb inwestorów. W ramach tych prac ESMA powinien rozważyć, czy informacje dotyczące poszczególnych kredytów są przydatne i proporcjonalne do potrzeb inwestorów w przypadku wszystkich rodzajów sekurytyzacji.

# Sekurytyzacje prywatne

Sekurytyzacje prywatne oznaczają sekurytyzacje, w przypadku których nie ma konieczności sporządzania prospektu emisyjnego zgodnie z dyrektywą 2003/71/WE. Sekurytyzacje prywatne muszą spełniać te same wymogi regulacyjne co sekurytyzacje publiczne, z taką różnicą, że są one wyłączone z obowiązku stosowania repozytorium sekurytyzacji do ujawniania informacji przewidzianych w art. 7 rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji.

## 6.1 Czy nastąpił nieproporcjonalny wzrost liczby sekurytyzacji prywatnych?

**Kontekst i ustalenia**

Sekurytyzacje prywatne stanowią znaczne dodatkowe źródło finansowania przedsiębiorstw. Sekurytyzacje prywatne w większości zapewniają obsługę bardzo specyficznych nisz rynkowych, na przykład: (i) w sytuacjach, w których istotne znaczenie ma bezpośredni związek między inwestorem a jednostką inicjującą; (ii) w sytuacjach, w których emitent musi kontrolować dostęp do szczególnie wrażliwych danych przedsiębiorstwa, lub (iii) w sytuacjach, w których zbyt małe transakcje nie stanowią wystarczającego uzasadnienia umożliwiającego poniesienie kosztów emisji publicznej.

Jednocześnie współustawodawcy obawiali się, że tego typu transakcje mogą być wykorzystywane do obchodzenia bardziej uciążliwych wymogów dotyczących przejrzystości stosowanych wobec sekurytyzacji publicznych. Zwrócili się zatem do Komisji o dokonanie oceny, czy doszło do nieproporcjonalnego wzrostu liczby takich transakcji i czy taki wzrost wynikał z chęci obejścia obowiązków dotyczących przejrzystości transakcji publicznych. W tym kontekście wzrost liczby takich transakcji może być „nieproporcjonalny”, jeżeli zachodzi podejrzenie, że sekurytyzacje prywatne zastępują transakcje, których w przeciwnym razie dokonywano by publicznie.

W sprawozdaniu Wspólnego Komitetu wskazano, że liczba prywatnych sekurytyzacji STS faktycznie znacznie wzrosła od marca 2019 r. Sekurytyzacje prywatne stanowiły trzy czwarte wszystkich sekurytyzacji STS w 2020 r., podczas gdy w 2019 r. – jedynie jedną trzecią wszystkich sekurytyzacji STS. Zgodnie z informacjami na temat sekurytyzacji STS opublikowanymi na stronie internetowej ESMA liczba transakcji prywatnych była ponownie niższa w 2021 r. i stanowiła mniej niż 60 % wszystkich sekurytyzacji STS. Sprawozdanie Wspólnego Komitetu nie zawierało jednak danych dotyczących liczby i wielkości transakcji innych niż STS.

Przedstawiciele branży, którzy uczestniczyli w konsultacjach, byli zdania, że te dane dotyczące prywatnych sekurytyzacji STS wprowadzają w błąd i stanowią konsekwencję nowych ram regulacyjnych, co uzasadniali, przedstawiając następujące argumenty: po pierwsze, ze względu na bardzo szeroką definicję sekurytyzacji stosowaną w rozporządzeniu w sprawie sekurytyzacji za sekurytyzacje prywatne uznano niektóre transakcje, które wcześniej były uznawane za kredyty bankowe. Po drugie, większość transakcji prywatnych, a zwłaszcza transakcji na papierach dłużnych przedsiębiorstw zabezpieczonych aktywami (transakcje ABCP) wielokrotnie odnawiano/rolowano, a obecnie są widoczne, ponieważ zostały przekształcone w drodze restrukturyzacji w transakcje STS i tym samym pojawiają się w rejestrze ESMA.

**Ocena Komisji**

Komisja przyznaje, że dostosowania do nowych ram regulacyjnych mogą przyczyniać się do wzrostu liczby sekurytyzacji prywatnych od daty rozpoczęcia stosowania nowych ram sekurytyzacji. W tym kontekście uznaje się, że okres dwóch lat jest niewystarczający do ustalenia z absolutną pewnością, czy faktycznie odchodzi się od transakcji publicznych na rzecz transakcji prywatnych. Komisja zauważa ponadto, że dane na temat liczby prywatnych transakcji innych niż STS są niedostępne, podobnie jak dane dotyczące wielkości transakcji, co utrudnia dokonanie kompleksowej oceny zmian na rynku transakcji prywatnych.

Chociaż nie można jednoznacznie stwierdzić, czy zachodzi stały znaczny wzrost liczby i wielkości sekurytyzacji prywatnych bez jednoczesnego proporcjonalnego wzrostu transakcji publicznych, Komisja nie jest w stanie ocenić, czy taki wzrost wynika z chęci uniknięcia konieczności spełnienia obowiązków dotyczących przejrzystości transakcji publicznych. Komisja zachęca zatem Wspólny Komitet do dalszego monitorowania zmian wielkości transakcji prywatnych i publicznych oraz do ustalenia wielkości transakcji innych niż STS i całkowitej wielkości transakcji. Na podstawie tych dodatkowych danych Komisja we właściwym czasie ponownie przeanalizuje tę kwestię.

## 6.2 Czy inwestorzy i organy nadzoru dysponują wystarczającymi informacjami na temat sekurytyzacji prywatnych?

**Kontekst i ustalenia**

Obecnie nie istnieje specjalny szablon dotyczący sekurytyzacji prywatnych, ale jednostki inicjujące, jednostki sponsorujące lub SSPE zaangażowane w sekurytyzacje prywatne muszą wypełniać obszerne szablony stosowane również w przypadku sekurytyzacji publicznych, chociaż szablony te nie muszą być dostarczane za pośrednictwem repozytorium sekurytyzacji. Niektóre właściwe organy krajowe żądają przedstawienia podstawowych informacji na temat transakcji prywatnych za pośrednictwem indywidualnych formularzy.

Opinie w kwestii, czy szablony wnoszą wartość dodaną w przypadku sekurytyzacji prywatnych, były podzielone: korzyści wynikające z ujednoliconych szablonów zostały dostrzeżone przez niektórych respondentów z branży (niezależnie, czy na rynku sekurytyzacji występują oni w charakterze inwestora czy jednostki inicjującej) i większość organów publicznych. Inni respondenci zakwestionowali przydatność szablonów do celów zapewnienia przejrzystości sekurytyzacji prywatnych, w szczególności w przypadku prywatnych transakcji syntetycznych, w przypadku których potrzeby w zakresie informacji są ściśle określone.

Większość respondentów z branży twierdziła, że w ramach obecnego systemu organy nadzoru i inwestorzy posiadają wystarczające informacje, aby odpowiednio monitorować zmiany na rynku i przeprowadzać rzetelną analizę *due diligence*.

O ile respondenci z branży uważali, że obecnie stosowane szablony na podstawie art. 7 powinny również zawierać wystarczające informacje na temat sekurytyzacji prywatnych na potrzeby organów nadzoru, opinie na ten temat wyrażone w informacjach zwrotnych od organów publicznych były podzielone. Dwa organy nadzoru zasadniczo wyraziły podobną opinię, natomiast większość organów nadzoru poparła opinie wyrażone w sprawozdaniu Wspólnego Komitetu, w którym odnotowano, że organy nadzoru mają trudności w uzyskaniu wystarczających informacji na temat istnienia i parametrów transakcji.

**Ocena Komisji**

Komisja zgadza się z opinią, że ujednolicone szablony ułatwiają udzielanie informacji, które mają wystarczająco wysoką jakość i są wystarczająco łatwe do przetwarzania przez poszczególnych odbiorców. Jednocześnie Komisja przyznaje, że ze względu na indywidualny charakter sekurytyzacji prywatnej inwestorzy uczestniczący w takich transakcjach potrzebują bardziej dostosowanych informacji w porównaniu z informacjami, jakie można zebrać za pomocą szablonów ESMA. Komisja nie ma powodów kwestionować twierdzenie respondentów z branży, że inwestorzy angażujący się w transakcje prywatne mają na tyle strukturalnie silną pozycję, aby móc żądać wszystkich informacji, jakich potrzebują do przeprowadzenia szczegółowej analizy *due diligence*, oraz że otrzymują takie informacje. Niemniej jednak, o ile informacje przekazywane za pomocą szablonów ESMA mogą mieć mniejsze znaczenie dla inwestorów niż początkowo zakładali współustawodawcy, ujednolicone informacje na temat istnienia transakcji prywatnych i tak są bardzo potrzebne organom nadzoru do szybkiego zorientowania się w zmianach na rynku i szybkiej identyfikacji transakcji, które mogą chcieć poddać szczegółowej kontroli nadzorczej. Z poszczególnych formularzy *ad hoc*, które w tym celu zostały opracowane przez kilka organów nadzoru, wynika, iż obecnie stosowany szczegółowy szablon ESMA może nie być w pełni odpowiedni do celów łatwego uzyskania obrazu sytuacji na rynku sekurytyzacji prywatnych.

W związku z powyższym Komisja zachęca ESMA do sporządzenia specjalnego szablonu dotyczącego prywatnych transakcji sekurytyzacyjnych, dostosowanego w szczególności do potrzeb organów nadzoru, aby zyskać obraz sytuacji na rynku i przegląd głównych cech transakcji prywatnych. Funkcjonowanie różnych szablonów w odniesieniu do sekurytyzacji prywatnych i publicznych jest również możliwe w świetle prawa, ponieważ w art. 7 ust. 3 rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji przewidziano opracowanie szablonów „z uwzględnieniem użyteczności informacji dla posiadacza pozycji sekurytyzacyjnej”. Oczekuje się, że stosowanie specjalnego szablonu dotyczącego sekurytyzacji prywatnych znacznie uprości wymogi dotyczące przejrzystości sekurytyzacji prywatnych. Jednocześnie za jego sprawą organy nadzoru uzyskają potrzebne im wystarczające informacje na temat transakcji prywatnych.

Taki nowy szablon może zastąpić stosowane obecnie szablony w odniesieniu do wszystkich sekurytyzacji prywatnych. Dzięki niemu zapewniono by, aby organy nadzoru otrzymywały potrzebne im informacje, a inwestorzy zaangażowani w sekurytyzacje prywatne mogli uzyskać wszelkie dodatkowe informacje, których wymagają, w uzgodnionych przez obie strony formatach, bez ograniczeń wynikających z treści ujednoliconych szablonów. Chociaż emitenci nie muszą przekazywać szablonów dotyczących sekurytyzacji prywatnych do repozytorium, Komisja uważa, że nic nie stoi na przeszkodzie, aby organy nadzoru otrzymywały te informacje, ponieważ w art. 7 wymaga się, aby emitenci udostępniali te informacje organom nadzoru. Komisja jest zdania, że organy nadzoru powinny egzekwować ten obowiązek i wykorzystywać informacje zawarte w szablonach w swojej pracy. Europejskie Urzędy Nadzoru mogłyby wykorzystywać swoje obecnie posiadane uprawnienia do zapewnienia, aby informacje otrzymywane przez organy nadzoru przekazywano w sposób umożliwiający ich łatwe wykorzystanie.

Możliwe, że przetwarzanie powiadomień przekazywanych indywidualnie przez jednostki inicjujące, jednostki sponsorujące lub SSPE, a nie za pośrednictwem repozytoriów sekurytyzacji, jest znacznie trudniejsze, a do zapewnienia wysokiej jakości danych konieczne mogą okazać się kontrole jakości repozytoriów sekurytyzacji. Jeżeli taka sytuacja faktycznie ma miejsce, to w dłuższej perspektywie dobrym rozwiązaniem może być zalecenie w sprawozdaniu, aby rejestrować informacje dotyczące transakcji prywatnych za pośrednictwem repozytoriów sekurytyzacji z korzyścią dla organów nadzoru, po podjęciu przez Komisję decyzji o przedstawieniu wniosku dotyczącego zmiany rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji.

## 6.3 Definicja sekurytyzacji prywatnej

**Kontekst i ustalenia**

Zdecydowana większość respondentów, którzy wzięli udział w konsultacjach, poparła zmianę definicji transakcji stanowiących sekurytyzację prywatną. Wśród tych respondentów wielu opowiedziało się jednak za inną definicją, zakładając, że niektóre transakcje oznakowane jako prywatne można zupełnie wyłączyć z wymogów dotyczących przejrzystości. Podobnie w sprawozdaniu Wspólnego Komitetu również poparto zmianę tej definicji w celu jej doprecyzowania i całkowitego wyłączenia z wymogów dotyczących przejrzystości określonej podgrupy transakcji obecnie uznawanych za transakcje prywatne (np. transakcji dokonywanych wewnątrz grupy bez udziału inwestora zewnętrznego).

**Ocena Komisji**

Zdaniem Komisji wydaje się, że nie należy zmieniać definicji sekurytyzacji prywatnej zawartej w rozporządzeniu w sprawie sekurytyzacji. Chociaż definicję tę można by doprecyzować, to jest ona przejrzysta i zasadniczo funkcjonuje prawidłowo. Strony popierające określenie nowej definicji przyznają, że sformułowanie lepszej definicji sekurytyzacji prywatnej może być trudne, i z tego względu niektórzy nie proponują alternatywnej definicji, tylko opowiadają się za otwartą dyskusją po przeprowadzeniu oceny skutków i konsultacji.

Komisja zauważa, że głosy za innym ustaleniem, które transakcje uznaje się za sekurytyzację prywatną, prawie zawsze wiążą się z obawą, że wymogi dotyczące przejrzystości transakcji prywatnych są zbyt nakazowe i w praktyce nie mają większego znaczenia z punktu widzenia inwestorów i potencjalnych inwestorów. Podnoszony jest argument, że inwestorzy angażujący się w transakcje prywatne mogą żądać dostosowanych informacji, których potrzebują od uczestników transakcji po stronie sprzedaży, i stale otrzymują takie informacje. Wygląda zatem na to, że wyłączną motywacją zainteresowanych stron, które chcą zmiany tej definicji, jest złagodzenie wymogów dotyczących przejrzystości transakcji prywatnych. Komisja uważa, że kwestię tę można rozwiązać w drodze szczegółowej analizy obowiązujących obecnie przepisów i szablonów oraz oceny ich skuteczności (zob. poprzednią sekcję).

# Równoważność STS

**Kontekst i ustalenia**

Równoważność to mechanizm, dzięki któremu UE może uznać standardy regulacyjne spoza UE w danym obszarze za równoważne standardom unijnym[[24]](#footnote-25). Aby można było uznać równoważność standardów państwa trzeciego w danym sektorze, przepisy i nadzór muszą być równoważne przepisom i nadzorowi w UE. Uznanie równoważności może stanowić ułatwienie regulacyjne dzięki wyeliminowaniu dublujących się wymogów dotyczących transakcji transgranicznych i dostosowaniu ostrożnościowego traktowania ekspozycji transgranicznych do traktowania stosowanego w przypadku ekspozycji krajowych.

W toku konsultacji większość uczestników rynku opowiedziało się za dopuszczeniem emisji sekurytyzacji STS przez podmioty spoza UE. Z kolei organy publiczne niemal jednogłośnie były przeciwne ustanowieniu systemu równoważności.

**Ocena Komisji**

Unijne ramy sekurytyzacji STS opierają się na wymagającym zestawie wymogów, zwłaszcza jeżeli chodzi o ujawnianie informacji. Komisja odnotowuje, że do tej pory żaden system sekurytyzacji obowiązujący w jurysdykcji państwa trzeciego nie osiągnął poziomu zbliżonego do poziomu równoważnego unijnym ramom STS. System STS poza UE istnieje jedynie w Zjednoczonym Królestwie, które po opuszczeniu UE przyjęło własny unijny system STS.

W związku z powyższym Komisja uważa, że obecnie jest jeszcze za wcześnie na wprowadzenie systemu równoważności STS. Unijny system STS nadal się rozwija, a UE niedawno wprowadziła system sekurytyzacji bilansowych STS, który nie istnieje w Zjednoczonym Królestwie. Ponadto dokonanie oceny praktyk nadzorczych państw trzecich będzie możliwe dopiero, gdy nastąpi dalszy rozwój unijnych praktyk nadzorczych i staną się w pełni zbieżne wśród unijnych organów nadzoru. W tym kontekście wzajemna ocena wdrażania wymogów STS ma podstawowe znaczenie z punktu widzenia uzyskania obrazu sytuacji, jeżeli chodzi o nadzór nad systemem STS w UE. Tę wzajemną ocenę, która pierwotnie miała zostać przeprowadzona do 1 stycznia 2022 r.[[25]](#footnote-26), przełożono na 2024 r.

Niezależnie od tego Komisja nadal będzie monitorować istotne zmiany regulacyjne w jurysdykcjach państw trzecich, które to zmiany mogą skutkować przyjęciem podobnych systemów sekurytyzacji zgodnie ze standardem – opracowanym przez Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego i Międzynarodową Organizację Komisji Papierów Wartościowych – dotyczącym prostych, przejrzystych i porównywalnych sekurytyzacji, na którym opiera się unijny system STS.

Z przypadku zmiany obecnej sytuacji Komisja może ponownie rozważyć konieczność i adekwatność wprowadzenia systemu równoważności STS.

# Zrównoważona sekurytyzacja

**Kontekst i ustalenia**

W rozporządzeniu w sprawie sekurytyzacji wprowadzono jedynie ograniczony obowiązek ujawniania informacji dotyczących zrównoważonego rozwoju. W przypadku sekurytyzacji STS strona dokonująca sprzedaży musi opublikować dostępne informacje związane z efektywnością środowiskową aktywów finansowanych przez kredyty na nieruchomości mieszkalne, kredyty na zakup samochodu lub umowy leasingu samochodów. W ramach zmian wprowadzonych w drodze pakietu na rzecz odbudowy rynków kapitałowych przewidziano dodatkowo, że jednostki inicjujące alternatywnie mogą publikować dostępne informacje dotyczące głównych niekorzystnych skutków związanych z aktywami finansowanymi przez ekspozycje bazowe dla czynników zrównoważonego rozwoju.

Oprócz upoważnienia przewidzianego w art. 46 lit. e) w art. 45a lit. e) wymaga się, aby Komisja przedstawiała sprawozdanie na temat ustanowienia szczegółowych ram zrównoważonej sekurytyzacji na podstawie sprawozdania EUNB („sprawozdanie EUNB”)[[26]](#footnote-27). EUNB opublikował swoje sprawozdanie 2 marca 2022 r.[[27]](#footnote-28)

***Rozszerzenie zakresu obowiązujących obecnie wymogów dotyczących ujawniania informacji na temat zrównoważenia środowiskowego***

W toku konsultacji większość respondentów zasadniczo poparła twierdzenie, że rozszerzenie obecnie obowiązującego wymogu dotyczącego ujawniania informacji i stosowanie go wobec innych klas aktywów[[28]](#footnote-29) może wnieść wartość dodaną z punktu widzenia inwestorów, którym takie informacje przydałyby się do pomiaru własnego udziału inwestycji związanych z kwestiami środowiskowymi i społecznymi oraz z ładem korporacyjnym, do oceny ryzyka z zakresu ochrony środowiska, polityki społecznej i ładu korporacyjnego (ryzyka ESG) oraz jako narzędzie umożliwiające porównanie. Inwestorzy wyrazili ubolewanie, że informacje te nie są jeszcze dostępne, gdyż będą ich potrzebować do spełnienia własnych wymogów dotyczących ujawniania informacji.

Respondenci stwierdzili jednak, że przydatność takiego rozszerzenia wymogów dotyczących ujawniania informacji na inne klasy aktywów zależy od tego, czy ocena poszczególnych elementów efektywności środowiskowej opiera się na wystarczająco przejrzystych i adekwatnych parametrach. Zdaniem większości respondentów nie osiągnięto jeszcze tego w przypadku wszystkich klas aktywów[[29]](#footnote-30).

Aby zwiększyć dostępność danych, w sprawozdaniu EUNB zalecono rozszerzenie wymogu ujawniania informacji na temat głównych niekorzystnych skutków i objęcie nim sekurytyzacji innych niż sekurytyzacje STS oraz wprowadzenie obowiązkowego ujawniania informacji na temat głównych niekorzystnych skutków w perspektywie średnioterminowej.

***Utworzenie szczegółowych ram zrównoważonej sekurytyzacji***

Obecny wniosek dotyczący europejskiego standardu zielonych obligacji (EU-GBS) – opublikowany w lipcu 2021 r. i nadal będący przedmiotem negocjacji[[30]](#footnote-31) – ma na celu opracowanie ram dotyczących zielonych obligacji, w tym obligacji emitowanych przez spółkę celową w kontekście transakcji sekurytyzacyjnej. Oby uzyskać oznakowanie zielonej obligacji, emitent musi zobowiązać się do wykorzystania przychodów z emisji na finansowanie, refinansowanie lub nabywanie aktywów zgodnych z unijną systematyką.

W sprawozdaniu EUNB nie zaleca się ustanowienia specjalnych ram dotyczących zielonej sekurytyzacji na tym etapie z uwagi na nadal nieznaczną ilość zielonych aktywów, które mogą stanowić podstawę sekurytyzacji[[31]](#footnote-32), oraz fakt, iż rynek zrównoważonych sekurytyzacji nadal jest stosunkowo nowy. W sprawozdaniu tym zaleca się, aby utworzenie specjalnych ram rozważono dopiero po dokonaniu większych postępów w kierunku zielonej transakcji gospodarki UE.

W sprawozdaniu EUNB zalecono natomiast dostosowanie standardu EU-GBS tak, aby lepiej dostosować go do sekurytyzacji w okresie przejściowym (zob. ramka poniżej). EUNB zaleca wyłączenie sekurytyzacji syntetycznej z zakresu oznakowania zielonej sekurytyzacji (czy to oznakowania EU-GBS, czy też odrębnego specjalnego oznakowania), ponieważ nie istnieje jeszcze powszechnie uznana metodyka pomiaru ponownego wykorzystania kapitału uwolnionego w wyniku transakcji na cele ekologiczne.

W ramach konsultacji większość respondentów ostrzegła przed stosowaniem kilku różnych oznakowań do celów klasyfikacji zielonej sekurytyzacji i wyraźnie opowiedziała się za stosowaniem w przewidywalnej przyszłości oznakowań EU-GBS zamiast tworzenia odrębnych ram. W informacjach zwrotnych podzielono obawy EUNB dotyczące wymogu dostosowania puli aktywów bazowych do systematyki, ponieważ spowodowałoby to nierówne traktowanie sekurytyzacji w stosunku do innych porównywalnych bankowych instrumentów finansowania, takich jak obligacje zabezpieczone. Sekurytyzacja nie byłaby wówczas prawdopodobnie w stanie przyczynić się do finansowania przejścia na zieloną gospodarkę, biorąc pod uwagę obecny niedobór aktywów zgodnych z systematyką. Jeżeli chodzi o podmiot odpowiedzialny za sprawozdawczość, wielu respondentów preferowało jednostki inicjujące, a nie emitentów, ponieważ upoważnienie emitentów, którzy nie kontrolują aktywów, byłoby niepraktyczne.

Jeżeli chodzi o ujawnianie informacji, które muszą kwalifikować się jako związane ze zrównoważonym rozwojem, argumentuje się, że zbyt opisowy system przyniósłby efekt przeciwny do zamierzonego, biorąc pod uwagę szeroki zakres działalności związanej z ekspozycjami stanowiącymi podstawę transakcji sekurytyzacyjnych.

|  |
| --- |
| **Zalecenie zawarte w sprawozdaniu EUNB dotyczące dostosowania europejskiego standardu zielonych obligacji (EU-GBS)**W ramach propozycji w sprawie EU-GBS ustanawia się dobrowolny standard finansowania zrównoważonych inwestycji i zezwala emitentowi obligacji na stosowanie oznakowania zielonej obligacji, o ile pełne wpływy z emisji obligacji wykorzystuje się na cele w pełni zgodne z systematyką. Oznacza to, że ekspozycje bazowe sekurytyzacji posiadane przez SSPE musiałyby być zgodne z systematyką.W swoim sprawozdaniu EUNB ostrzega, że podejście to stawia sekurytyzacje (i inne instrumenty finansowe emitowane przez spółkę celową) w innym położeniu niż papiery wartościowe, które nie są emitowane przez spółkę celową. EUNB zwraca uwagę na fakt, że obecne podejście wymagałoby, aby sekurytyzacje zgodne z EU-GBS zostały zabezpieczone aktywami zgodnymi z systematyką. Nie uniemożliwiałoby ono jednak jednostce inicjującej, jako ostatecznemu beneficjentowi wpływów z emisji obligacji sekurytyzacyjnych, wykorzystania tych wpływów do celów innych niż ekologiczne. EUNB uznał to podejście za niezgodne z zamiarem politycznym polegającym na kierowaniu nowych środków finansowych na finansowanie przejścia na ekologiczną i zrównoważoną gospodarkę UE. Ze względu na obecny niedobór aktywów zgodnych z systematyką dostępnych do sekurytyzacji, zdaniem EUNB ograniczyłoby to również znacznie potencjał rynku sekurytyzacji EU-GBS. Ponadto w sprawozdaniu EUNB wskazano, że SSPE mają ograniczony ekonomiczny charakter transakcji i w związku z tym rynek sekurytyzacji EU-GBS byłby niepraktyczny, nawet gdyby SSPE miały być jedynymi podmiotami ponoszącymi odpowiedzialność prawną.W sprawozdaniu EUNB zaleca się zatem, aby wymogi dotyczące EU-GBS miały zastosowanie do jednostki inicjującej sekurytyzację, a nie do SSPE. EUNB przyznaje, że stosowanie wymogów dotyczących wykorzystania wpływów na poziomie jednostki inicjującej, a nie na poziomie SSPE, nie wydaje się być oczywistym rozwiązaniem w przypadku sekurytyzacji, ponieważ z racji zabezpieczenia aktywami nie korzysta ona z podwójnego regresu. Może to również skutkować sekurytyzacją EU-GBS z aktywami bazowymi, które nie są „ekologiczne”. EUNB uważa jednak, że jest to najbardziej skuteczne i pragmatyczne podejście w okresie przejściowym i zarazem sposób na zapewnienie równego traktowania sekurytyzacji z innymi rodzajami papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami. EUNB zaleca, aby przeniesieniu wymogów dotyczących EU-GBS na jednostkę inicjującą towarzyszyły dodatkowe środki na rzecz przejrzystości w celu poinformowania inwestorów, w jakim stopniu pula aktywów jest zgodna z systematyką. Podejście to należy uzupełnić o zabezpieczenia uniemożliwiające jednostce inicjującej wybór aktywów do sekurytyzacji w sposób, który można by uznać za pseudoekologiczny marketing. |

Ponadto w odniesieniu do ujawniania informacji dotyczących zrównoważonych sekurytyzacji, zgodnie z art. 45a rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji, w sprawozdaniu EUNB zbadano, w jaki sposób włączyć do rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji ujawnianie informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem, opierając się na rozporządzeniu w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych[[32]](#footnote-33). W rozporządzeniu w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych określono obowiązki uczestników rynku finansowego i doradców finansowych w zakresie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w odniesieniu do inwestorów końcowych. W swoim sprawozdaniu EUNB zwraca uwagę, że chociaż inwestorzy działający na rynku sekurytyzacji są objęci systemem określonym w rozporządzeniu w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych, produkty sekurytyzacyjne nie wchodzą w zakres tego rozporządzenia, ponieważ nie są uznawane za produkty finansowe w rozumieniu art. 2 tego rozporządzenia. W rezultacie inwestorzy mogą nie być w stanie uwzględnić ekspozycji sekurytyzacyjnych w swoich strategiach inwestycyjnych z zakresu ochrony środowiska, polityki społecznej i ładu korporacyjnego.

Wspólny Komitet Europejskich Urzędów Nadzoru ma za zadanie opracowanie regulacyjnych standardów technicznych, które określają informacje, jakie należy przedstawić na temat głównych niekorzystnych skutków niektórych rodzajów aktywów bazowych w transakcjach STS[[33]](#footnote-34). Chociaż zaspokoiłoby to zapotrzebowanie na informacje inwestorów skupionych na produktach powiązanych z ochroną środowiska, polityką społeczną i ładem korporacyjnym, EUNB zaleca rozszerzenie zakresu ujawniania informacji o głównych niekorzystnych skutkach: (i) w perspektywie krótkoterminowej – na sekurytyzacje niebędące STS, które są zabezpieczone tymi samymi rodzajami aktywów, co sekurytyzacje objęte istniejącym wymogiem dotyczącym ujawniania informacji o STS; oraz (ii) w perspektywie średnioterminowej – na wszystkie sekurytyzacje.

**Ocena Komisji**

Komisja z zadowoleniem przyjmuje obszerne i dobrze uzasadnione sprawozdanie EUNB jako istotny wkład w opracowanie ram zrównoważonej sekurytyzacji. Komisja zgadza się z EUNB, że przynajmniej w perspektywie krótko- i średnioterminowej nie ma podstaw do stworzenia specjalnego oznakowania dotyczącego zrównoważonego rozwoju w odniesieniu do sekurytyzacji, zważywszy w szczególności na niewielką ilość zielonych aktywów dostępnych do sekurytyzacji. W związku z tym Komisja zwraca się do Parlamentu Europejskiego i Rady o uwzględnienie zalecenia EUNB w kontekście trwających negocjacji w sprawie EU-GBS i wyraża gotowość do pomocy w pracach nad określeniem szczegółów sekurytyzacji w ramach EU-GBS.

Jeżeli chodzi o ujawnianie informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem, Komisja uznaje potrzebę opracowania informacji o głównych niekorzystnych skutkach i uważa, że zakres regulacyjnego standardu technicznego, który ma zostać wkrótce opracowany przez Wspólny Komitet, powinien być jak najszerszy.

# Weryfikacja kryteriów STS przez osobę trzecią

**Kontekst i ustalenia**

Rozporządzeniem w sprawie sekurytyzacji ustanowiono system podmiotów weryfikujących będących osobami trzecimi, które mają pomagać zarówno emitentom, jak i inwestorom, na zasadzie dobrowolności, w ocenie zgodności transakcji z kryteriami STS. Zaangażowanie takich podmiotów weryfikujących nie zwalnia jednak jednostek inicjujących, sponsorujących i inwestorów instytucjonalnych z odpowiedzialności prawnej za traktowanie transakcji sekurytyzacyjnej jako STS. Te podmioty weryfikujące będące osobami trzecimi są upoważnione przez ESMA i nadzorowane przez odpowiedni właściwy organ krajowy państwa członkowskiego, w którym są zarejestrowane. ESMA udzielił dotychczas upoważnienia dwóm podmiotom weryfikującym będącym osobami trzecimi. Do tej pory przy większości transakcji STS korzystano z usług jednego z dwóch podmiotów weryfikujących będących osobami trzecimi.

W sprawozdaniu Wspólnego Komitetu przeanalizowano rolę podmiotów weryfikujących będących osobami trzecimi na rynku STS. Wspólny Komitet zauważył, że rynek uznaje te podmioty za pomocne, w szczególności w przypadku mniej doświadczonych uczestników rynku, zwłaszcza w zakresie zapewniania wsparcia w świetle sankcji finansowych nakładanych za błędne informacje w zgłoszeniu STS. Wspólny Komitet stwierdził, że interakcje między podmiotami weryfikującymi będącymi osobami trzecimi a właściwymi organami krajowymi były dotychczas ograniczone. Biorąc pod uwagę oczywiste znaczenie podmiotów weryfikujących dla rynku STS oraz koncentrację na bardzo niewielu podmiotach, może to prowadzić do potencjalnych rozbieżności między organami nadzoru a podmiotami weryfikującymi w zakresie interpretacji kryteriów STS. Ponadto w swoim sprawozdaniu Wspólny Komitet zauważył, że dotychczas nie istniało wspólne podejście do nadzoru nad podmiotami weryfikującymi STS.

**Ocena Komisji**

System weryfikacji przez osoby trzecie wydaje się funkcjonować zgodnie z założeniami i Komisja nie widzi potrzeby zmiany przepisów regulujących ten system. Jak wskazano w sprawozdaniu Wspólnego Komitetu, dialog pomiędzy właściwymi organami krajowymi a firmami weryfikującymi będącymi osobami trzecimi powinien odbywać się z odpowiednią częstotliwością, co pozwoli uniknąć niespójnej interpretacji kryteriów STS na niekorzyść emitentów i inwestorów.

Jeżeli chodzi o konkurencję, w swoim sprawozdaniu Wspólny Komitet nie wskazuje, że niewielka liczba upoważnionych podmiotów weryfikujących będących osobami trzecimi jest wynikiem regulacyjnej bariery wejścia na rynek lub niewystarczającej konkurencji. W związku z tym Komisja nie widzi obecnie potrzeby interwencji.

# Jednostki specjalnego przeznaczenia do celów sekurytyzacji (SSPE)

**Kontekst i ustalenia**

W odniesieniu do sekurytyzacji typu „prawdziwa sprzedaż”, SSPE stanowią kluczowe narzędzie zarządzania transakcjami i uzyskiwania pożądanych efektów, w szczególności ulgi kapitałowej dla banków inicjujących transakcje: SSPE oddziela aktywa od jednostki inicjującej i chroni tę jednostkę przed ryzykiem związanym z tymi aktywami. Działalność SSPE ogranicza się do osiągnięcia tych celów. Rozporządzenie w sprawie sekurytyzacji zawiera pełny zestaw wymogów mających zastosowanie do SSPE.

W świetle mandatu udzielonego na mocy art. 46 lit. h) Komisja zapytała w ramach konsultacji, czy system banków licencjonowanych w ograniczonym zakresie, wykonujących funkcje SSPE, stanowiłby wartość dodaną do ram sekurytyzacji.

Przeważająca większość respondentów, zarówno z branży, jak i z organów publicznych, ostrzegała przed wprowadzeniem takiego systemu i wpływem, jaki mógłby on mieć na rynek. Wielu z nich podkreśliło, że SSPE są już objęte wymogiem posiadania zezwolenia i nadzoru ze strony odpowiedniego właściwego organu, co pozwala na ich odpowiedni nadzór i właściwe monitorowanie ryzyka.

System banków licencjonowanych w ograniczonym zakresie był postrzegany jako szkodliwy dla niezależności SSPE jako takich, gdyż ostatecznie więcej podmiotów zarządza funduszami sekurytyzacyjnymi w oddzielnym podmiocie należącym do tej samej skonsolidowanej grupy. Zamiast tego priorytetem powinno być zapewnienie niezależności w zakresie kontroli, zarządzania i sprawozdawczości w odniesieniu do transakcji sekurytyzacyjnej w stosunku do jednostek inicjujących, jednostek sponsorujących i inwestorów. Ponadto respondenci zauważyli potencjalne ryzyko wynikające z systemu banków licencjonowanych w ograniczonym zakresie. Ostrzegli, że doprowadziłoby to do większej koncentracji ryzyka. Taka dynamika byłaby sprzeczna z samą logiką dywersyfikacji i ograniczania ryzyka, która leży u podstaw rynku sekurytyzacji.

**Ocena Komisji**

Komisja uważa, że obecne ramy funkcjonują w odpowiedni sposób, ponieważ nie stwierdzono żadnych niedociągnięć ani kwestii wymagających rozwiązania w odniesieniu do SSPE. W związku z tym nie ma potrzeby uzupełniania ram poprzez ustanowienie systemu banków licencjonowanych w ograniczonym zakresie, które wykonywałyby funkcje SSPE i posiadałyby wyłączne prawo do kupowania ekspozycji od jednostek inicjujących i sprzedaży inwestorom roszczeń zabezpieczonych kupionymi ekspozycjami.

1. Zakres jurysdykcji

Rozporządzenie w sprawie sekurytyzacji jest w przeważającej mierze rozporządzeniem dotyczącym działalności, a nie rozporządzeniem dotyczącym wyłącznie produktów. Nakłada się w nim głównie obowiązki na stronę sprzedającą (jednostkę inicjującą, pierwotnego kredytodawcę, jednostkę sponsorującą i SSPE) oraz stronę kupującą (inwestor instytucjonalny) zaangażowane w sekurytyzację. W rozporządzeniu w sprawie sekurytyzacji nie rozróżnia się unijnych sekurytyzacji od sekurytyzacji, w których jedna ze stron ma siedzibę w państwie trzecim. Fakt, że przynajmniej jedna strona transakcji ma siedzibę w państwie trzecim może jednak rodzić pytania o to, w jaki sposób unijne strony transakcji mają w praktyce spełniać wymogi systemu UE.

W opinii Wspólnego Komitetu odnotowano trudności związane z zakresem jurysdykcyjnym rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji. Znaczna większość respondentów biorących udział w konsultacjach potwierdziła to ustalenie.

Komisja przyjmuje do wiadomości zgłoszone trudności i wykorzysta poniższe podpunkty niniejszego sprawozdania, aby przedstawić pewne wskazówki interpretacyjne w tej kwestii, zgodnie z wnioskiem Wspólnego Komitetu i zainteresowanych stron.

## 11.1 Obowiązki strony sprzedającej

**Kontekst i ustalenia**

W art. 6, 7 i 9 rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji określono pewne podstawowe obowiązki, których – jako naukę wyniesioną z wielkiego kryzysu finansowego – muszą przestrzegać wszystkie strony sekurytyzacji. Przepisy, o których mowa, nie uwzględniają tego, czy strona zobowiązana znajduje się w UE, czy poza UE:

* na mocy art. 6 jednostka inicjująca, jednostka sponsorująca lub pierwotny kredytodawca są zobowiązani do zatrzymania części ryzyka transakcji (udział gospodarczy netto w wysokości nie mniejszej niż 5 %);
* w art. 7 zobowiązuje się jednostkę inicjującą, jednostkę sponsorującą i SSPE do dostarczenia wymienionych informacji inwestorowi, właściwym organom oraz, na żądanie, potencjalnym inwestorom;
* aby uniemożliwić w przyszłości stosowanie problematycznego modelu „udzielasz i uciekasz”, w art. 9 zobowiązuje się jednostki inicjujące, sponsorujące i pierwotni kredytodawcy do stosowania wobec sekurytyzowanych ekspozycji tych samych solidnych kryteriów przyznawania kredytu, które stosują wobec niesekurytyzowanych ekspozycji.

W swojej opinii Wspólny Komitet wyraził obawę, że w przypadku transakcji, w której biorą udział strony sprzedające z siedzibą w UE i poza nią, podmioty sprzedające mogą uniknąć wywiązywania się z tych podstawowych obowiązków, ponieważ organy nadzoru UE nie mogą pociągnąć do odpowiedzialności stron z siedzibą w krajach trzecich w przypadku naruszenia tych obowiązków. W związku z tym Wspólny Komitet był zdania, że przepisy te należy interpretować w taki sposób, aby:

* tylko podmiot z siedzibą w UE miał możliwość zatrzymania ryzyka;
* strony były zobowiązane do wyboru podmiotu z siedzibą w UE jako wyznaczonego podmiotu sprawozdawczego;
* podmiot z siedzibą w UE był odpowiedzialny za zapewnienie, aby te same solidne i dobrze zdefiniowane kryteria przyznawania kredytów miały zastosowanie zarówno do sekurytyzowanych, jak i niesekurytyzowanych ekspozycji, oraz aby sekurytyzowane ekspozycje podlegały tym samym procesom zatwierdzania i odnawiania kredytów, co niesekurytyzowane ekspozycje.

Wspólny Komitet zasugerował, że przepisy te powinny zostać odpowiednio doprecyzowane.

Wspólny Komitet wskazał ponadto niespójność pomiędzy art. 5 ust. 1 lit. b) i art. 9 rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji, jednak nie wydał jednoznacznego zalecenia na temat sposobu jej usunięcia: W art. 9 zobowiązano również jednostkę sponsorującą do stosowania należytych kryteriów przyznawania kredytu, natomiast w odpowiednim wymogu dotyczącym należytej staranności określonym w art. 5 ust. 1 lit. b) nie wspomniano o jednostce sponsorującej.

Respondenci biorący udział w konsultacjach odnieśli się do sugestii Wspólnego Komitetu w następujący sposób:

* uczestnicy rynku opowiedzieli się przeciwko ograniczeniu zatrzymywania ryzyka wyłącznie do podmiotów z siedzibą w UE. Podmiotami zatrzymującymi ryzyko powinny być podmioty sprawujące faktyczną i wystarczającą kontrolę nad portfelem objętym sekurytyzacją i mające w nim udział; jurysdykcja nie powinna mieć znaczenia;
* również w odniesieniu do wymogów dotyczących przejrzystości określonych w art. 7 rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji zdecydowana większość, głównie przedstawiciele sektora, sprzeciwiła się nałożeniu na podmiot z siedzibą w UE obowiązku ujawniania informacji, podkreślając, że najbardziej właściwy podmiot sprawozdawczy może nie znajdować się w UE. Większość organów nadzoru, które udzieliły odpowiedzi, opowiedziała się raczej za sugestią Wspólnego Komitetu. Należy jednak zauważyć, że odpowiedzi udzieliła tylko niewielka liczba organów nadzoru;
* opinie były również podzielone co do tego, czy weryfikacji norm przyznawania kredytu zgodnie z art. 9 rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji powinien obowiązkowo dokonywać podmiot z siedzibą w UE. Trzy czwarte respondentów (w tym większość respondentów z sektora) opowiedziało się przeciwko przeniesieniu tych obowiązków z właściwego podmiotu na podmiot z siedzibą w UE.

Z konsultacji wynika ponadto, że wśród respondentów panuje powszechna zgoda, że należy usunąć wskazaną niespójność pomiędzy art. 5 ust. 1 lit. b) i art. 9 rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji.

**Ocena Komisji**

Komisja stwierdza, że interpretacja art. 6, 7 i 9 rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji zaproponowana przez Wspólny Komitet nie znajduje potwierdzenia w tekście prawnym. Komisja uważa, że taka wąska interpretacja nie jest również niezbędna do zrealizowania intencji ustawodawcy dotyczącej art. 6, 7 i 9, a mianowicie zapewnienia, aby wszystkie sekurytyzacje z udziałem osób z UE spełniały określone wymogi strukturalne i jakościowe. Chociaż z pewnością najbardziej pożądane jest, aby wymogi te były egzekwowane bezpośrednio przez organy nadzoru UE, należy pamiętać, że cel ten jest również skutecznie realizowany za pośrednictwem obowiązków inwestora instytucjonalnego dotyczących należytej staranności określonych w art. 5 rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji. Zgodnie z tymi obowiązkami inwestorzy instytucjonalni muszą przed zainwestowaniem w daną sekurytyzację sprawdzić, czy strony transakcji dokonujące sprzedaży, niezależnie od ich lokalizacji, spełniają odpowiednie obowiązki wynikające z tego rozporządzenia. Unijni inwestorzy instytucjonalni nie mogą inwestować w sekurytyzacje, jeśli okaże się, że podmioty dokonujące sprzedaży nie spełniają tych obowiązków. Mówiąc bardziej szczegółowo:

* głównym celem wymogu zatrzymania ryzyka określonego w art. 6 rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji jest wyrównanie interesów emitenta i inwestora danej sekurytyzacji. Przepis ten leży zatem w interesie inwestora. Wąska interpretacja art. 6 zaproponowana przez Wspólny Komitet nie wydaje się zatem konieczna, ponieważ obowiązek weryfikacji inwestorów określony w art. 5 skutecznie zapewnia przestrzeganie zasady zatrzymania ryzyka w przypadku wszystkich sekurytyzacji nabywanych przez inwestorów w UE. Jeżeli cel przepisu dotyczącego zatrzymania ryzyka można osiągnąć w ten sposób, bardziej rygorystyczna interpretacja Wspólnego Komitetu lub zmiana rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji w tym zakresie wydają się zbędne;
* obowiązki określone w art. 7 rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji są wspólnymi obowiązkami, za które w pełni odpowiada każdy podmiot, niezależnie od tego, czy jest on jednostką inicjującą, jednostką sponsorującą czy SSPE w ramach sekurytyzacji. W związku z tym, jeżeli tylko jeden z tych podmiotów dokonujących sprzedaży ma siedzibę w UE, jest on prawnie zobowiązany do ujawnienia wszystkich informacji wymaganych na podstawie art. 7, nawet jeżeli nie jest to podmiot wyznaczony do celów spełnienia wymogów dotyczących ujawniania informacji. Obowiązek ten może być egzekwowany wobec unijnych podmiotów dokonujących sprzedaży, nawet jeśli podmiot odpowiedzialny za przekazywanie informacji ma siedzibę poza UE;
* Komisja uważa, że obowiązek wynikający z art. 9 rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji może być faktycznie spełniony jedynie przez podmiot przyznający kredyt w ramach tego procesu, niezależnie od tego, czy ma on siedzibę w UE, czy nie. Komisja zgadza się, że w idealnym przypadku obowiązek ten powinien być nadzorowany i egzekwowany wobec podmiotu unijnego, i zauważa, że inwestorzy unijni muszą mieć na uwadze, że w niektórych sytuacjach może nie być to możliwe. Inwestor z siedzibą w UE może inwestować jedynie w transakcje, w przypadku których można sprawdzić, czy spełniają one obowiązki określone w art. 9.

Wreszcie, Komisja zauważa niespójność między art. 5 ust. 1 lit. b) a art. 9 i zamierza rozwiązać ten problem w ramach kolejnej zmiany rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji. Komisja zwraca uwagę, że niespójność ta w praktyce nie wywołuje żadnych szkodliwych skutków. Jeżeli prawdą jest, że jednostka sponsorująca (w rozumieniu rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji) nie stosuje żadnych norm przyznawania kredytu, ponieważ nie udziela kredytów na własny rachunek, art. 9 ust. 1 nie może w praktyce nakładać na jednostkę sponsorującą ważnego bezpośredniego zobowiązania.

## 11.2 Obowiązki strony kupującej – dostępność ujawnionych informacji

**Kontekst i ustalenia**

Zgodnie z art. 5 ust. 1 lit. e) rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji, przed dokonaniem inwestycji w sekurytyzację inwestorzy instytucjonalni muszą sprawdzić, czy informacje wymagane na podstawie art. 7 tego rozporządzenia zostały udostępnione z częstotliwością i zgodnie z zasadami przewidzianymi w tym artykule. W przypadku inwestycji w sekurytyzacje w państwach trzecich, w których żadna ze stron dokonujących sprzedaży nie ma siedziby w UE, powstaje pytanie, czy inwestycje te są dopuszczalne tylko wtedy, gdy informacje wymienione w art. 7 zostaną udostępnione za pośrednictwem szablonów ESMA, a w przypadku sekurytyzacji publicznych – repozytorium sekurytyzacji. Ponadto powstaje pytanie, czy należy sprawdzać, czy przekazywane informacje w pełni odpowiadają wymogom określonym w regulacyjnym standardzie technicznym ESMA dotyczącym ujawniania informacji[[34]](#footnote-35), a w szczególności, czy dane dotyczące poszczególnych kredytów są udostępniane w odniesieniu do wszystkich ekspozycji stanowiących podstawę sekurytyzacji. Taka interpretacja art. 5 ust. 1 lit. e) uniemożliwiłaby unijnym inwestorom instytucjonalnym inwestowanie w sekurytyzacje w państwach trzecich, które nie spełniają tych warunków. Z uwag Wspólnego Komitetu oraz informacji zwrotnych otrzymanych w ramach konsultacji wyraźnie wynika, że w chwili obecnej uczestnicy rynku różnie interpretują i stosują wymogi art. 5 ust. 1 lit. e).

Wspólnego Komitetu opowiedział się za większą elastycznością, tak aby w przypadku sekurytyzacji w państwie trzecim można było założyć, że weryfikacja została zakończona, nawet jeśli nie wszystkie unijne wymogi dotyczące przejrzystości zostały spełnione w każdym szczególe. W tym celu Wspólny Komitet zaproponował ustanowienie „systemu równoważności z państwami trzecimi w zakresie wymogów dotyczących przejrzystości” w odniesieniu do sekurytyzacji w państwach trzecich. Umożliwiłoby to weryfikację zgodności sekurytyzacji w państwach trzecich z wymogami dotyczącymi przejrzystości określonymi w art. 7, jeżeli jedna ze stron sprzedających z państwa trzeciego przekazała informacje na temat sekurytyzacji zgodnie z wymogami dotyczącymi sekurytyzacji obowiązującymi w jej państwie oraz jeżeli system przejrzystości tego państwa został uznany za równoważny z unijnymi zasadami przejrzystości.

W trakcie konsultacji zdecydowana większość zainteresowanych stron z sektora przyłączyła się do wezwania do zwiększenia elastyczności. Twierdziły one, że interpretacja prawna art. 5 ust. 1 lit. e), zgodnie z którą inwestorzy instytucjonalni inwestujący w sekurytyzację w państwie trzecim muszą sprawdzić, czy otrzymali wszystkie informacje zgodnie z art. 7, stwarza niekorzystne warunki konkurencji dla unijnych inwestorów instytucjonalnych. Bardzo niewielu respondentów poparło pomysł ustanowienia systemu równoważności przedstawiony w opinii Wspólnego Komitetu. Niektórzy respondenci spoza sektora byli przeciwni większej elastyczności w przypadku inwestycji w sekurytyzacje w państwach trzecich, ale zalecili ogólne uproszczenie wymogów informacyjnych.

**Ocena Komisji**

Komisja przyznaje, że art. 5 ust. 1 lit. e) budzi wątpliwości co do interpretacji prawnej, i odnotowuje różne interpretacje w tej kwestii. Komisja jest jednak zdania, że kluczowe znaczenie dla interpretacji tego przepisu ma intencja ustawodawcy dotycząca obowiązku weryfikacji na podstawie art. 5 ust. 1 lit. e) rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji. Mając na uwadze doświadczenia wyniesione z wielkiego kryzysu finansowego, prawodawcy Unii pragnęli zapewnić, aby w przyszłości unijni inwestorzy instytucjonalni inwestujący w sekurytyzacje przeprowadzali dokładną analizę *due diligence* przed każdą inwestycją oraz aby dysponowali wszystkimi niezbędnymi informacjami. Współustawodawcy określili w art. 7 informacje, które muszą być ujawniane inwestorom. Stąd różnicowanie zakresu informacji, które mają być przekazywane, w zależności od tego, czy sekurytyzację emitują podmioty z UE, czy podmioty z siedzibami w państwach trzecich, nie jest zgodne z intencją ustawodawcy, ponieważ dla prawidłowego przeprowadzenia analizy *due diligence* przez inwestorów instytucjonalnych z siedzibą w UE nie ma znaczenia, czy sekurytyzacja powstała w UE, czy poza nią. W związku z tym bez zmiany przepisu prawnego nie należy interpretować art. 5 ust. 1 lit. e) w sposób, który pozostawiałby inwestorom instytucjonalnym swobodę decyzji, bez względu na to, czy otrzymali oni informacje faktycznie porównywalne, czy też nie.

Niezależnie od powyższego Komisja jest świadoma, że obecna treść art. 5 ust. 1 lit. e) w związku z zasadami określonymi w art. 7 (i z kolei w związku z odpowiednim standardem technicznym) *de facto* wyklucza unijnych inwestorów instytucjonalnych z inwestowania w niektóre sekurytyzacje w państwach trzecich. Dzieje się tak nie dlatego, że transakcje te nie byłyby w stanie w istotny sposób spełnić wymogów unijnych ram regulacyjnych, ale po prostu dlatego, że strony sprzedające z państw trzecich mogłyby nie być zainteresowane dostarczaniem niezbędnych informacji zgodnie z procedurami określonymi w art. 7. Chociaż kwestia ta może wymagać dokładnego rozważenia w kontekście przyszłych zmian rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji, Komisja uważa, że przewidywane środki mające na celu zmianę standardów technicznych określających wymogi dotyczące przejrzystości zawarte w art. 7 (zob. sekcje 5 i 6) mogą pomóc w ograniczeniu niekorzystnych warunków konkurencji w przypadku inwestorów instytucjonalnych z UE. Ułatwi to bowiem dostarczanie wymaganych informacji również stronom sprzedającym z państw trzecich.

## 11.3 Obowiązki strony kupującej – inwestorzy ZAFI

**Kontekst i ustalenia**

Wspólny Komitet wskazał, że potrzebne jest pewne doprecyzowanie przepisów dotyczących zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (ZAFI) działających w charakterze inwestorów instytucjonalnych inwestujących w sekurytyzacje. Po pierwsze, nie było jasne, czy ZAFI spoza UE, który zarządza alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (AFI) lub wprowadza je do obrotu w UE, byłby objęty zakresem definicji inwestora instytucjonalnego zawartej w rozporządzeniu w sprawie sekurytyzacji, nawet jeśli wprowadzanie do obrotu w UE odbywa się jedynie na zasadzie oferty na rynku niepublicznym. Po drugie, nie było jasne, czy definicja inwestora instytucjonalnego (który podlega wielu wymogom dotyczącym należytej staranności) obejmuje również „podprogowe” ZAFI[[35]](#footnote-36).

Z konsultacji wynikło, że wyraźna większość opowiedziała się za doprecyzowaniem przepisów, aczkolwiek wyrażono sprzeczne opinie na temat kształtu tego doprecyzowania. Zwolennicy uwzględnienia zarówno ZAFI podprogowych, jak i ZAFI z państw trzecich, które wprowadzają AFI do obrotu i zarządzają nimi w UE, podkreślają potrzebę zapewnienia równych szans wszystkim ZAFI działającym na rynku sekurytyzacji.

Z drugiej strony niektórzy respondenci kwestionowali proporcjonalność uwzględnienia ZAFI podprogowych. Respondenci, którzy opowiadali się przeciwko stosowaniu unijnych wymogów dotyczących należytej staranności wobec ZAFI z państw trzecich zarządzających funduszami lub wprowadzających je do obrotu w UE, podkreślali, że taka interpretacja spowodowałaby, że rozporządzenie w sprawie sekurytyzacji stałoby się eksterytorialne. Sugerowali również, że doprowadziłoby to do nieuzasadnionej różnicy między traktowaniem funduszy a innych produktów, w przypadku których wymogi dotyczące należytej staranności są regulowane przez rodzimy organ regulacyjny inwestora instytucjonalnego. Ponadto szereg respondentów zauważył, że tekst prawny w obecnym brzmieniu nie jest jasny w kwestii, czy wymóg stosowania przez ZAFI z państwa trzeciego unijnych zasad dotyczących *due diligence* będzie ograniczony do funduszy zarządzanych i wprowadzanych do obrotu w UE, czy też, gdy ZAFI zarządza jednym funduszem lub wprowadza go do obrotu w UE, obowiązek ten rozciąga się na wszystkie fundusze wprowadzane do obrotu lub zarządzane przez tego ZAFI z państwa trzeciego.

**Ocena Komisji**

Komisja zauważa, że art. 2 ust. 12, tj. przepis definiujący inwestorów instytucjonalnych do celów rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji, w lit. d) odnosi się konkretnie do przepisu dyrektywy w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (ZAFI), w którym zdefiniowano ZAFI bez rozróżnienia na podmioty powyżej lub poniżej wspomnianego progu. Z brzmienia przepisów wynika zatem jednoznacznie, że również ZAFI podprogowych należy uznać za inwestorów instytucjonalnych w rozumieniu rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji. Za taką interpretacją przemawia również intencja ustawodawcy w zakresie wymogów dotyczących należytej staranności zawartych w art. 5, która zakłada ochronę inwestorów z UE przed przyszłą ekspozycją w ramach inwestycji sekurytyzacyjnych podjętych bez uprzedniego przeprowadzenia analizy *due diligence* i właściwe zrozumienie charakteru nabywanego produktu.

Intencja ustawodawcy jest również źródłem mocnych argumentów na rzecz interpretacji Komisji, zgodnie z którą ZAFI z państw trzecich, którzy wprowadzają do obrotu i zarządzają funduszami w UE, muszą spełniać wymogi dotyczące należytej staranności określone w rozporządzeniu w sprawie sekurytyzacji w odniesieniu do wszystkich swoich inwestycji sekurytyzacyjnych. Gdyby ZAFI z państw trzecich wprowadzający fundusze do obrotu w UE byli uznawani za zwolnionych z zasad należytej staranności, mogłoby to podważyć kompleksową ochronę inwestorów, którą chcieli zapewnić ustawodawcy. Taka interpretacja nie sprawia, że przepisy te stają się „eksterytorialne”, ponieważ regulują one działalność – zarządzanie funduszem lub wprowadzanie go do obrotu w UE – która ma miejsce w UE. Biorąc pod uwagę intencje ustawodawcy, staje się ponadto jasne, że szerokie brzmienie art. 2 ust. 12 lit. d) rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji powinno mieć zastosowanie wyłącznie do funduszy, które ZAFI z państwa trzeciego wprowadza do obrotu i którymi zarządza w UE, ale nie powinno być interpretowane jako obejmujące również działalność w zakresie zarządzania i wprowadzania do obrotu prowadzoną przez tego samego ZAFI, który nie ma powiązań z UE. W przyszłym wniosku dotyczącym zmiany rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji Komisja rozważy zmianę brzmienia art. 2 ust. 12 lit. d) w celu usunięcia wszelkiego rodzaju braku pewności prawa.

# 12. Nadzór nad sekurytyzacją

**Kontekst i ustalenia**

W sprawozdaniu Wspólnego Komitetu skoncentrowano się na nadzorze w zakresie należytej staranności, zatrzymywania ryzyka, przejrzystości, sekurytyzacji prywatnej i wymogów STS. Chociaż wskazano pewne możliwe problemy w zakresie nadzoru nad rynkiem, nie wezwano do wprowadzenia zmian legislacyjnych, ale zalecono zapewnienie organom nadzoru dalszych wytycznych i jasności w celu zagwarantowania skutecznego i spójnego wdrożenia rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji. Ponadto w sprawozdaniu Wspólnego Komitetu stwierdzono, że organy nadzoru mają trudności z dostępem do informacji dotyczących sekurytyzacji prywatnej, ponieważ nie są one udostępniane za pośrednictwem repozytorium sekurytyzacji.

W ramach konsultacji uczestnicy rynku zgłaszali różnice w podejściach nadzorczych państw członkowskich i podkreślali, że może to zwiększać niepewność. Wspomniano, że właściwe organy różnie interpretują rozporządzenie w sprawie sekurytyzacji i w różnym stopniu angażują się w proces nadzoru.

Ogólnie rzecz biorąc, zainteresowane strony wezwały do zapewnienia spójności, większej koordynacji między organami nadzoru (biorąc pod uwagę, że w nadzór nad jedną transakcją zaangażowany jest często szereg właściwych organów) i proporcjonalnego podejścia w celu uniknięcia stosowania rozbieżnych praktyk. Podkreśliły, że nie są potrzebne żadne dodatkowe wymogi, nawet w postaci regulacyjnych standardów technicznych, preferując natomiast, aby Wspólny Komitet Europejskich Urzędów Nadzoru wydał wytyczne dotyczące nadzoru.

Wreszcie kilka właściwych organów opowiedziało się za wskazaniem wiodącego organu nadzoru, wybranego spośród właściwych organów zajmujących się sekurytyzacją. Ich zdaniem wiodący organ nadzoru koordynowałby wymianę informacji między organami nadzoru, w szczególności w sytuacji, gdy w sprawdzanie zgodności z poszczególnymi wymogami rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji zaangażowane są różne organy nadzoru.

**Ocena Komisji**

Komisja przyznaje, że właściwe organy mogą potrzebować więcej czasu na zdobycie wystarczającego doświadczenia, częściowo z powodu późnego przyjęcia niektórych regulacyjnych standardów technicznych. Niemniej jednak do tej pory nie zgłoszono żadnych poważnych niedociągnięć w zakresie nadzoru, a w szczególności żadnych kwestii wymagających zmiany przepisów. Zdaniem Komisji wynika z tego, że ramy nadzorcze są zasadniczo adekwatne.

Na obecnym etapie wskazano jednak kilka kwestii, w przypadku których korzystna byłaby większa konwergencja i większa koordynacja między organami nadzoru. Komisja uważa, że rozbieżne praktyki nadzorcze i wynikający z nich brak pewności prawa mogą potencjalnie prowadzić do powstania nierównych warunków działania i są szkodliwe dla rozwoju rynku sekurytyzacji. Należy zapewnić wytyczne, aby zapobiec różnicom w interpretacji rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji oraz w zaangażowaniu właściwych organów w proces nadzoru. W szczególności należy zapewnić, aby właściwe organy stosowały bardziej zharmonizowane podejście do monitorowania zgodności z wymogami STS. Takie wytyczne mógłby przedstawić Wspólny Komitet w celu dalszego rozwoju wspólnego rozumienia przepisów, najlepszych praktyk i narzędzi nadzorczych, aby zapewnić wspólne podejście nadzorcze na poziomie UE.

Komisja jest świadoma, że rynek sekurytyzacji nie jest jednakowo rozwinięty w całej UE i że ma to wpływ na poziom doświadczenia poszczególnych organów nadzoru. Stąd też Komisja zgadza się z zaleceniem zawartym w sprawozdaniu Wspólnego Komitetu, aby opracować wspólny unijny przewodnik po najlepszych praktykach skierowany do krajowych organów nadzoru.

Kolejnym ważnym i skutecznym narzędziem zwiększania konwergencji są wzajemne oceny – mogą one być źródłem istotnych informacji na temat różnych praktyk stosowanych przez właściwe organy w zakresie kryteriów STS zgłoszonych przez zainteresowane strony. W związku z tym Komisja wyraża ubolewanie, że nie przeprowadzono ani nie zaplanowano w najbliższej przyszłości wzajemnych ocen w zakresie wdrażania kryteriów STS, chociaż określono taki obowiązek w art. 36 ust. 7 rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji. Proces pytań i odpowiedzi okazał się skutecznym narzędziem zapewniającym konwergencję i należy dopilnować, aby jak najszybciej udzielano odpowiedzi na zadawane pytania.

Jak również wskazano w sprawozdaniu Wspólnego Komitetu w sprawie wymogów STS, rozdrobnienie odpowiedzialności nadzorczej w pewnym stopniu utrudnia gromadzenie wiedzy fachowej i doświadczenia w zakresie nadzoru. W tym względzie, w perspektywie długoterminowej, Komisja uważa, że dokładne zbadanie możliwości wprowadzenia wiodącego organu nadzoru byłoby korzystne. W ramach tej oceny należy również rozważyć, jakie narzędzie byłoby najwłaściwsze do realizacji tego celu, np. wytyczne dla organów nadzoru, czy zmiana rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji.

Wreszcie, jeśli chodzi o rzekome trudności organów nadzoru w dostępie do informacji na temat sekurytyzacji prywatnych, Komisja zauważa, że wymóg prawny dotyczący udostępniania organowi nadzoru informacji przez stronę sprzedającą zgodnie z art. 7 nie zawiera rozróżnienia na transakcje prywatne i publiczne. Ponadto Komisja jest zdania, że rozporządzenie w sprawie sekurytyzacji przewiduje wszystkie narzędzia nadzorcze, które mogą być potrzebne do egzekwowania tego obowiązku.

# 13. Ostrożnościowe podejście do sekurytyzacji

Zgodnie z art. 519 lit. a) rozporządzenia w sprawie wymogów kapitałowych (CRR) Komisja jest zobowiązana do przedstawienia współustawodawcom sprawozdania ze stosowania niektórych przepisów części tego rozporządzenia dotyczącej sekurytyzacji „w świetle rozwoju sytuacji na rynkach sekurytyzacyjnych, w tym z perspektywy makroostrożnościowej i ekonomicznej”. W stosownych przypadkach sprawozdaniu powinien towarzyszyć wniosek ustawodawczy. Przygotowując takie sprawozdanie, Komisja uznała za stosowne przeprowadzenie szerokiej oceny funkcjonowania ram ostrożnościowych w zakresie sekurytyzacji jako całości, w świetle trudnych warunków rynkowych w ostatnich latach.

***Wniosek o przedstawienie opinii***

W tym kontekście konsultacje obejmowały różne pytania dotyczące funkcjonowania unijnych ram ostrożnościowych w zakresie sekurytyzacji. Ponadto 17 października 2021 r. Komisja skierowała do Wspólnego Komitetu Europejskich Urzędów Nadzoru wniosek o przedstawienie opinii, w którym zwróciła się o ocenę, czy ramy ostrożnościowe w zakresie sekurytyzacji spełniły swój zamierzony cel, jakim jest wsparcie ożywienia unijnego rynku sekurytyzacji przy jednoczesnym zachowaniu odpowiedniego poziomu ostrożności. Wspólny Komitet poproszono o przedstawienie opinii do 1 września 2022 r.

Komisja ocenia również stosowność kalibracji wymogów kapitałowych dotyczących inwestycji w transze sekurytyzacyjne dokonywanych przez zakłady ubezpieczeń i zakłady reasekuracji. Kwestie te stanowiły również część wspomnianych konsultacji i wniosku o przedstawienie opinii skierowanego do Wspólnego Komitetu Europejskich Urzędów Nadzoru.

Komisja będzie oczekiwać na opinie i zalecenia Wspólnego Komitetu. Po uwzględnieniu opinii i informacji zwrotnych otrzymanych w ramach konsultacji Komisja oceni stosowność i praktyczność ewentualnych zmian w ramach ostrożnościowych w zakresie sekurytyzacji.

***Przeniesienie istotnej części ryzyka***

Jednym z głównych celów leżących u podstaw sekurytyzacji z perspektywy jednostki inicjującej jest uzyskanie ulgi kapitałowej w odniesieniu do portfela aktywów sekurytyzowanych w porównaniu z kwotą kapitału regulacyjnego, którą jednostka inicjująca musi posiadać w odniesieniu do tego samego portfela przed przeprowadzeniem sekurytyzacji.

Uzyskanie ulgi kapitałowej podlega różnym warunkom ilościowym i jakościowym, o których mowa w art. 244 i 245 rozporządzenia w sprawie wymogów kapitałowych („ramy przeniesienia istotnej części ryzyka”), które zapewniają, aby jednostka inicjująca nie ponosiła istotnego ryzyka niedokapitalizowania w odniesieniu do portfela aktywów sekurytyzowanych. Właściwe organy muszą zatem ocenić, czy sekurytyzacje, w odniesieniu do których jednostki inicjujące starają się o ulgę kapitałową, spełniają warunki dotyczące przeniesienia istotnej części ryzyka określone w tych artykułach.

Ramy przeniesienia istotnej części ryzyka mają zatem zasadnicze znaczenie dla zagwarantowania bezpieczeństwa i dobrej kondycji jednostek inicjujących będących bankami, jak również dla zwiększania ogólnego zaufania do rynku.

W swoim sprawozdaniu z 23 listopada 2020 r.[[36]](#footnote-37) EUNB przedstawił Komisji szereg zaleceń dotyczących harmonizacji praktyk i procesów oceny przeniesienia istotnej części ryzyka. EUNB uwzględnił również zalecenia dotyczące uproszczenia i udoskonalenia testów przeniesienia istotnej części ryzyka określonych w art. 245 i 246 rozporządzenia w sprawie wymogów kapitałowych.

Przedstawiciele sektora zwrócili uwagę, że ramy przeniesienia istotnej części ryzyka stwarzają szereg przeszkód dla sprawnego i skutecznego funkcjonowania rynku sekurytyzacji, i opowiedzieli się za stosowaniem tych ram w sposób bardziej przejrzysty, spójny i skuteczny. W ramach konsultacji Komisja zebrała od przedstawicieli sektora informacje zwrotne na temat wybranych aspektów sprawozdania EUNB w sprawie przeniesienia istotnej części ryzyka.

W świetle zaleceń EUNB i informacji zwrotnych od przedstawicieli sektora Komisja rozważa obecnie stosowność i praktyczność wykorzystania uprawnień określonych w art. 244 ust. 6 i art. 245 ust. 6 rozporządzenia w sprawie wymogów kapitałowych w celu zwiększenia harmonizacji ram przeniesienia istotnej części ryzyka, aby uczynić je bardziej skutecznymi, przejrzystymi i spójnymi.

# 14. Wnioski

Nowe unijne ramy sekurytyzacji zaczęły obowiązywać dopiero w 2019 r., a niektóre nowe elementy dodano dopiero w kwietniu 2021 r. Pełne wdrażanie ram nadal trwa, a kilka regulacyjnych standardów technicznych jest jeszcze na etapie opracowywania. Podobnie, jak wynika na przykład z pytań dotyczących zakresu jurysdykcji, zarówno uczestnicy rynku, jak i organy nadzoru nadal pracują nad zastosowaniem przepisów prawnych w praktyce.

Komisja uważa więc, że potrzeba więcej czasu, aby w pełni zrozumieć skutki nowych ram sekurytyzacji. Jest to tym bardziej istotne, że nadzwyczajne czynniki zewnętrzne, takie jak pandemia COVID-19, oraz akomodacyjna polityka pieniężna banków centralnych w tym okresie mogły odegrać znaczącą rolę w rozwoju lub braku rozwoju unijnego rynku sekurytyzacji po wejściu w życie nowych ram.

Mimo to ten wynikający z obowiązku prawnego przegląd jest dobrą okazją do opracowania wstępnego podsumowania i ustalenia, czy istnieją obszary, które wymagają natychmiastowego działania. Biorąc pod uwagę wszystkie otrzymane uwagi, Komisja uważa, że rozporządzenie w sprawie sekurytyzacji w znacznym stopniu przyczynia się do osiągnięcia podstawowego celu przepisów z 2017 r., jakim jest utworzenie unijnego rynku sekurytyzacji, który pomaga finansować gospodarkę bez tworzenia zagrożeń dla stabilności finansowej. Nowe oznakowanie STS stanowi jeden z elementów dążenia do realizacji tego celu i pomaga usunąć niekorzystne skojarzenia, w których cieniu unijne rynki sekurytyzacji funkcjonowały od czasu wielkiego kryzysu finansowego. Ogólnie rzecz biorąc, rynek zdaje się funkcjonować dość dobrze, chociaż wydaje się, że oczekiwania dotyczące bardzo dynamicznego rynku o rosnących wielkościach transakcji i rosnącej liczbie uczestników nie zostały jeszcze spełnione.

W tej pierwszej oficjalnej ocenie nowych ram sekurytyzacji poruszono jednak również szereg kwestii związanych z nowymi ramami prawnymi, które uznaje się za przyczynę tego, że jak dotąd unijny rynek sekurytyzacji nie rozwinął się w takim stopniu, jakiego oczekiwali inicjatorzy nowych ram.

Jeżeli chodzi o ostrożnościowe podejście do sekurytyzacji, które zdaniem wielu zainteresowanych stron z sektora jest bardziej ostrożne niż w przypadku porównywalnych produktów o podobnym profilu ryzyka, Komisja wystosowała wniosek o przedstawienie opinii do Wspólnego Komitetu Europejskich Urzędów Nadzoru w celu przeprowadzenia bardziej szczegółowej analizy sytuacji. Po otrzymaniu tych informacji Komisja oceni, czy istnieją przesłanki do wprowadzenia zmian.

Obawy dotyczące drugiej części nowych ram – rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji – koncentrują się głównie na twierdzeniu uczestników rynku, że przestrzeganie obecnych obowiązków w zakresie przejrzystości wymaga dużych nakładów i nie przynosi inwestorowi istotnych korzyści, w szczególności w przypadku transakcji prywatnych. Podsumowując, Komisja przyznaje, że istnieje możliwość poprawy, ale uważa, że ulepszenia dotyczące niedociągnięć wskazanych w ramach przeglądu można wprowadzić bez konieczności zmiany rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji. Mając to na uwadze, Komisja wzywa ESMA do ponownego przeanalizowania regulacyjnych i wykonawczych standardów technicznych, które określają elementy szczegółowe systemu przejrzystości.

Jeśli chodzi o ramy zielonej sekurytyzacji, za pomocą przepisów zwrócono uwagę we właściwym momencie na kwestię sposobu, w jaki można wykorzystać sekurytyzację do wspierania finansowania przejścia na zrównoważoną gospodarkę UE, unikając jednocześnie ryzyka pseudoekologicznego marketingu. Komisja zgadza się ze sprawozdaniem EUNB, że w perspektywie krótko- i średnioterminowej nie ma potrzeby wprowadzania odrębnego oznakowania zielonej sekurytyzacji, natomiast zachęca współustawodawców do zajęcia się tą kwestią w odpowiedni sposób w ramach trwających negocjacji w sprawie utworzenia EU-GBS. Zdaniem Komisji zapewnienie rynkowi sekurytyzacji możliwości odegrania roli w zielonej transformacji jest nie tylko niezbędne do dalszego zwiększania korzyści, jakie sekurytyzacja przynosi społeczeństwu, ale jest również potrzebne do wspierania przyszłego rozwoju samego unijnego rynku sekurytyzacji.

Komisja pozostaje w pełni zaangażowana w realizację celu, jakim jest stworzenie ram dla prężnego i stabilnego unijnego rynku sekurytyzacji. Taki rynek jest kluczowym fundamentem faktycznej unii rynków kapitałowych i może stać się jeszcze ważniejszy, jeśli chodzi o podejmowanie wyzwań związanych z finansowaniem działalności gospodarczej w znacznie trudniejszym otoczeniu rynkowym, które wydaje się obecnie powstawać. Komisja będzie zatem nadal ściśle monitorować rynek sekurytyzacji i interweniować, jeśli i kiedy uzna to za stosowne, aby w pełni czerpać korzyści z prężnego rynku sekurytyzacji dla UE.

1. Zob. dokument roboczy służb Komisji, Ocena skutków towarzysząca wnioskowi dotyczącemu rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie ustanowienia wspólnych zasad dotyczących sekurytyzacji, utworzenia europejskich ram dla prostych i przejrzystych sekurytyzacji oraz zmiany dyrektyw 2009/65/WE, 2009/138/WE, 2011/61/UE i rozporządzeń (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 648/2012 oraz wnioskowi dotyczącemu rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady zmieniającego rozporządzenie (UE) nr 575/2013 w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, 30.9.2015 (SWD (2015)185 final). [↑](#footnote-ref-2)
2. The case for a better functioning securitisation market in the European Union: A discussion paper, Bank of England and the European Central Bank [Warunki lepszego funkcjonowania rynku sekurytyzacji w Unii Europejskiej, dokument otwierający debatę, Bank of England i Europejski Bank Centralny],<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb-boe_case_better_functioning_securitisation_marketen.pdf>. [↑](#footnote-ref-3)
3. Plan działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych, 20.9.2015 (COM/2015/0468 final) <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX%3A52015DC0468> [↑](#footnote-ref-4)
4. 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. [↑](#footnote-ref-5)
5. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (Dz.U. L 176 z 27.6.2013, s. 1). [↑](#footnote-ref-6)
6. Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/138/WE z dnia 25 listopada 2009 r. w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (Wypłacalność II) (Dz.U. L 335 z 17.12.2009, s. 1). [↑](#footnote-ref-7)
7. Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE z dnia 13 lipca 2009 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) (Dz.U. L 302 z 17.11.2009, s. 32). [↑](#footnote-ref-8)
8. Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektyw 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 1095/2010 (Dz.U. L 174 z 1.7.2011, s. 1). [↑](#footnote-ref-9)
9. Sekurytyzacja stanowiąca prawdziwą sprzedaż wiąże się z przeniesieniem udziału gospodarczego w ekspozycjach będących przedmiotem sekurytyzacji w drodze przeniesienia własności do tych ekspozycji na rzecz jednostki specjalnego przeznaczenia. [↑](#footnote-ref-10)
10. Zob. <https://ec.europa.eu/info/publications/200722-proposal-capital-markets-recovery_en> [↑](#footnote-ref-11)
11. W przeciwieństwie do sekurytyzacji stanowiących „prawdziwą sprzedaż” w sekurytyzacji syntetycznej bazowe ryzyko kredytowe związane z pulą kredytów jest przenoszone w drodze zastosowania kredytowych instrumentów pochodnych lub gwarancji, a sekurytyzowane ekspozycje pozostają ekspozycjami jednostki inicjującej. [↑](#footnote-ref-12)
12. Działanie 6 w ramach planu działania: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=COM:2020:590:FIN> [↑](#footnote-ref-13)
13. Opinia ESA dla Komisji Europejskiej w sprawie zakresu jurysdykcji stosowania rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji, JC 2021 16. <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/jc_2021_16_-_esas_opinion_on_jurisdictional_scope_of_application_of_the_securitisation_regulation_003.pdf> [↑](#footnote-ref-14)
14. Sprawozdanie końcowe Forum Wysokiego Szczebla w sprawie unii rynków kapitałowych – „Nowa wizja rynków kapitałowych Europy” (ang. A new vision for Europe’s capital markets) <https://ec.europa.eu/info/files/200610-cmu-high-level-forum-final-report_en> [↑](#footnote-ref-15)
15. Sprawozdanie Wspólnego Komitetu dotyczące wdrażania i funkcjonowania rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji, JC 2021 31. <https://www.eiopa.europa.eu/document-library/report/joint-committee-report-implementation-and-functioning-of-securitisation_en> [↑](#footnote-ref-16)
16. <https://finance.ec.europa.eu/document/download/4ce4c935-06eb-4a35-a475-3b7224982242_en?filename=2021-eu-securitisation-framework-summary-of-responses_en.pdf> [↑](#footnote-ref-17)
17. <https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/About%20Us/Missions%20and%20tasks/Call%20for%20Advice/2021/CfA%20to%20JC%20for%20securitisation%20in%20prudential%20framework%20review/1022482/CfA%20cover%20letter_final.pdf> [↑](#footnote-ref-18)
18. European Benchmarking Exercise (EBE) for Private Securitisations, 1 grudnia 2021 r., <https://www.afme.eu/publications/reports/details/European-Benchmarking-Exercise-EBE-for-Private-Securitisations> [↑](#footnote-ref-19)
19. Dane cyfrowe nie obejmują instrumentów typu CLO. Źródło: Sprawozdanie AFME dotyczące danych sekurytyzacyjnych za IV kw. 2021 r. i pełny rok 2021, 15 marca 2022 r. [↑](#footnote-ref-20)
20. Porównanie z rynkiem sekurytyzacji w Stanach Zjednoczonych powinno uwzględniać odmienną strukturę tego rynku, zdominowaną przez działalność jednostek sponsorowanych przez rząd, które stanowią przeważającą większość emisji sekurytyzacyjnych w USA, a także różnice w zasadach rachunkowości i zasadach ostrożnościowych. [↑](#footnote-ref-21)
21. Pierwsze sekurytyzacje bilansowe STS zgłoszono ESMA 22 czerwca 2021 r. [↑](#footnote-ref-22)
22. European Data Warehouse (EDW) jest jednym z dwóch repozytoriów sekurytyzacji, które jak dotąd otrzymały zezwolenie. Zadaniem repozytoriów sekurytyzacji jest gromadzenie na szczeblu centralnym danych dotyczących sekurytyzacji w UE i przekazywanie tych danych inwestorom i organom nadzoru. [↑](#footnote-ref-23)
23. W wyniku zmian przepisów dotyczących zatrzymania ryzyka, które to zmiany wprowadzono w ramach pakietu na rzecz odbudowy rynków kapitałowych, EUNB niedawno przyjął zaktualizowaną wersję wyżej wskazanych standardów technicznych. Sprawozdanie końcowe przekazano Komisji 12 kwietnia 2022 r. [↑](#footnote-ref-24)
24. Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Banku Centralnego, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego oraz Komitetu Regionów – Równoważność w dziedzinie usług finansowych – COM(2019) 349 final. [↑](#footnote-ref-25)
25. Przewidziana w art. 36 ust. 7 rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji. [↑](#footnote-ref-26)
26. <https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Reports/2022/1027593/EBA%20report%20on%20sustainable%20securitisation.pdf> [↑](#footnote-ref-27)
27. [EUNB zaleca wprowadzenie w proponowanym europejskim standardzie zielonych obligacji korekt dotyczących transakcji sekurytyzacyjnych |Europejski Urząd Nadzoru Bankowego (europa.eu)](https://www.eba.europa.eu/eba-recommends-adjustments-proposed-eu-green-bond-standard-regards-securitisation-transactions) [↑](#footnote-ref-28)
28. Wykraczających poza kredyty na nieruchomości mieszkalne, kredyty na zakup samochodu lub umowy leasingu samochodów. [↑](#footnote-ref-29)
29. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX:52021PC0391> [↑](#footnote-ref-30)
30. <https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/european-green-bond-standard_en> [↑](#footnote-ref-31)
31. Z oszacowanej przez EUNB kwoty aktywów zgodnych z systematyką w bankach UE wynika, że maksymalna roczna pula zielonych sekurytyzacji, zakładając, że są one w pełni zabezpieczone aktywami zgodnymi z systematyką, wyniosłyby 15,6 mld EUR. [↑](#footnote-ref-32)
32. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2088 w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych. [↑](#footnote-ref-33)
33. Art. 22 ust. 6 rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji. [↑](#footnote-ref-34)
34. Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2020/1224 z dnia 16 października 2019 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/2402 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych określających informacje oraz szczegółowe informacje na temat sekurytyzacji, które mają być udostępniane przez jednostkę inicjującą, jednostkę sponsorującą oraz SSPE, Dz.U. L 289 z 3.9.2020, s. 1. [↑](#footnote-ref-35)
35. Podprogowy ZAFI to mały ZAFI korzystający z wyłączenia *de minimis*, który musi zatem spełniać wymogi dyrektywy w sprawie ZAFI (oraz przepisów wykonawczych jego konkretnego państwa członkowskiego) jedynie w zakresie obowiązków rejestracyjnych i sprawozdawczych, ale nie korzysta z możliwości wprowadzania do obrotu w systemie paszportu. [↑](#footnote-ref-36)
36. Sprawozdanie w sprawie harmonizacji praktyk i procesów w zakresie przeniesienia istotnej części ryzyka na potrzeby aktu delegowanego, o którym mowa w art. 244 ust. 6 i art. 245 ust. 6 rozporządzenia w sprawie wymogów kapitałowych <https://www.eba.europa.eu/eba-calls-european-commission-harmonise-significant-risk-transfer-assessment-securitisation> [↑](#footnote-ref-37)