

**Opinia Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego „Wniosek dotyczący rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie papierów wartościowych zabezpieczonych obligacjami skarbowymi”**

(COM(2018) 339 final – 2018/0171 (COD))

(2019/C 62/18)

Sprawozdawca: **Daniel MAREELS**

Wniosek o konsultację	Parlament Europejski, 5.7.2018 Rada Unii Europejskiej, 6.7.2018
Podstawa prawna	Art. 114 i 304 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej.
Sekcja odpowiedzialna	Sekcja ds. Unii Gospodarczej i Walutowej oraz Spójności Gospodarczej i Społecznej
Data przyjęcia przez sekcję	3.10.2018
Data przyjęcia na sesji plenarnej	17.10.2018
Sesja plenarna nr	538
Wynik głosowania (za/przeciw/wstrzymało się)	201/3/8

## 1. Wnioski i zalecenia

1.1. EKES z zadowoleniem przyjmuje przedmiotowe propozycje dotyczące papierów typu SBBS, które wpisują się w szersze ramy ukończenia unii bankowej i budowy unii rynków kapitałowych. W przeszłości EKES już stanowczo opowiadał się za obiema tymi uniami. Ponadto propozycje te mogą również pozytywnie wpłynąć na stabilność i odporność finansową.

1.2. W zamyśle papiery typu SBBS mają zająć się tradycyjnie silnymi powiązaniem między bankami a ich państwami macierzystymi („suwerenami”). Od czasu kryzysu finansowego EKES wzywał do rozwiązania tej kwestii i zdecydowanie opowiadał się za osłabieniem tych powiązań. Niezależnie od podjętych już wcześniej wysiłków EKES przyjmuje więc z zadowoleniem fakt, że w obecnym wniosku podejmuje się działania w tym zakresie.

1.3. W istocie papiery typu SBBS mogą doprowadzić do tego, że banki zmniejszą swoją ekspozycję na dług publiczny swojego kraju i lepiej zdywersyfikują swoje portfele długu państwowego. Ponadto nie ma mowy o podziale ryzyka i strat między państwami członkowskimi strefy euro. Jeśli zajdzie taka potrzeba, są one w całości ponoszone przez inwestujących w papiery typu SBBS.

1.4. Obecnie do celów stosowania przepisów papiery typu SBBS kwalifikowałyby się jako „sekurytyzacja”, co faktycznie czyniłoby je mało atrakcyjnymi do inwestowania przez banki. Komitet uważa, że w pełni zasadne jest skorygowanie tej sytuacji. Zrównanie papierów typu SBBS z krajowymi obligacjami skarbowymi państw strefy euro emitowanymi w euro (ang. *sovereign exposures*) powinno umożliwić inwestorom z sektora finansowego inwestowanie w papiery typu SBBS na takich samych warunkach, jak w bazowe obligacje skarbowe ze strefy euro.

1.5. Wniosek zawiera jedynie ułatwiające ramy, które pozwalają na rozwijanie SBBS przez rynek. Dla Komitetu ogromne znaczenie mają przejrzystość, skuteczność i wydajność tych ram we wszystkich okolicznościach. Nie mogą one również mieć negatywnego lub niekorzystnego wpływu.

1.6. W odniesieniu do zaproponowanych ram regulacyjnych stanowisko EKES-u jest niejednorodne. Wiele aspektów zyskuje poparcie, jak na przykład zasada emitowania papierów typu SBBS przez spółkę celową. W odniesieniu do innych aspektów, takich jak certyfikacja własna składu portfela bazowego przez spółkę celową, stosowne wydaje się bardziej rygorystyczne podejście. Ze względu na znaczenie certyfikacji bardziej stosowny wydaje się bardziej rygorystyczny a nawet uprzedni nadzór przez ESMA.

1.7. Pewne kwestie pozostają też otwarte. Pojawia się zatem pytanie, czy papiery typu SBBS będą sprawnym i skutecznym rozwiązaniem we wszystkich okolicznościach. Ponadto jaki będzie los tych papierów, gdy wybuchnie ogólny kryzys lub kryzys w jednym lub kilku państwach członkowskich? Jakie są konsekwencje podziału emisji na transe, kiedy obecnie wygląda na to, że transe uprzywilejowane (które niosą mniejsze ryzyko) będą mogły być wprowadzane do obrotu tylko wtedy, gdy znajdzie się wystarczająca liczba inwestorów na transe najbardziej podporządkowaną (o większym ryzyku)? Emisje wydają się przez to nabierać przypadkowego i niepewnego charakteru, a ta słabość co najmniej zmniejsza prawdopodobieństwo powodzenia papierów typu SBBS.

1.8. Podobnie duże znaczenie ma pozytywne podejście rynków i innych kluczowych zainteresowanych stron w odniesieniu do papierów typu SBBS. Strony te muszą być bowiem przygotowane do wykorzystania proponowanych ram i urzeczywistnienia tego instrumentu. Jeśli chodzi o rynki i przedstawicieli państw członkowskich, przedstawili oni dość krytyczne uwagi w ramach konsultacji przygotowawczych z zainteresowanymi stronami. EKES uważa za niezbędne, aby rozpocząć dialog ze wszystkimi zainteresowanymi stronami, tak aby wspólnie wypracować konstruktywne rozwiązania.

1.9. Ogólnie rzecz ujmując i z uwzględnieniem wszystkich powyższych rozważań, EKES uważa, że jedynym sposobem, by sprawdzić, czy banki przestawią się ze swoimi inwestycjami z obligacji swoich krajów macierzystych na papiery typu SBBS i czy inwestorzy będą skłonni kupować transe najbardziej podporządkowane w ilościach wystarczających do uzasadnienia tworzenia papierów typu SBBS, jest przetestowanie nowego instrumentu finansowego SBBS na rynku.

1.10. Wreszcie Komitet uważa, że dalej należy rozważać kwestię, czy papiery typu SBBS mogą być również nabywane przez prywatne osoby oszczędzające i konsumentów. Biorąc pod uwagę z jednej strony fakt, że jest to szczególnie złożony produkt, a z drugiej strony jego podział na transe, Komitet skłania się do uznania, że należy rozważać jedynie nabywanie tranzy uprzywilejowanych, lecz nie tranzy najbardziej podporządkowanych. Jedynie w przypadku tych pierwszych ryzyko pozostaje ograniczone i możliwe jest porównanie z bezpośrednim posiadaniem obligacji skarbowych przez tych samych oszczędzających i konsumentów.

## 2. Kontekst

2.1. W dniu 24 maja 2018 r. Komisja przedstawiła wniosek<sup>(1)</sup> dotyczący rynkowej ekspansji papierów wartościowych zabezpieczonych obligacjami skarbowymi, lepiej znanych pod angielską nazwą sovereign bond-backed securities, w skrócie SBBS.

2.2. Przedmiotowy wniosek wpisuje się w szersze ramy ukończenia unii bankowej i budowy unii rynków kapitałowych. W szczególności wniosek koncentruje się na dalszym osłabianiu więzi między bankami a odnośnymi rządami krajowymi („suwerenami”) i chce skupić się na zmniejszaniu ryzyka i podziale ryzyka między podmiotami prywatnymi. Ze względu na transgraniczny charakter wniosek ma również przyczynić się do lepiej zintegrowanych i zdywersyfikowanych finansowych rynków obligacji skarbowych w ramach rynku wewnętrznego.

2.3. W przeszłości banki posiadały znaczne ilości obligacji skarbowych emitowanych przez ich własne rządy krajowe (państwa macierzyste), co – jak okazało się w trakcie kryzysu finansowego – może wiązać się z pewnym ryzykiem. Z tego też względu od tamtego momentu postulowano osłabienie tej więzi.

2.4. Rozwiązanie przedstawione we wniosku dotyczącym papierów typu SBBS ma na celu umożliwienie bankom lepszego rozłożenia geograficznego portfela obligacji skarbowych. W ten sposób uwzględnia się z jednej strony zmniejszoną podaż tych obligacji, a z drugiej strony większe zapotrzebowanie instytucji finansowych na takie aktywa, wynikające po części z nowych wymogów regulacyjnych dotyczących utrzymania wystarczających buforów aktywów o wysokiej płynności.

2.5. Papiery typu SBBS to nowy instrument finansowy, a przedmiotowy wniosek ma usunąć przeszkody, które do tej pory utrudniały rozwój tego instrumentu. Zasadniczo proponowane ramy ułatwień mają dwa cele:

2.5.1. Ustanowienie dostosowanych ogólnych ram dla papierów typu SBBS, które wdrażają „standaryzację” nowego instrumentu, co powinno również korzystnie wpłynąć na płynność.

2.5.2. W związku z powyższym wyeliminowanie barier regulacyjnych, które utrudniają użytkowanie i nabywanie SBBS. W istocie oznacza to, że do inwestorów, którzy nabywają papiery typu SBBS, ma zastosowanie metoda pełnego przeglądu. W konsekwencji obowiązują te same zasady co w przypadku bezpośredniego posiadania bazowych obligacji skarbowych.

<sup>(1)</sup> COM(2018) 339 final.

2.6. Szczególna cecha i jednocześnie zasadnicza właściwość papierów typu SBBS dotyczy portfela bazowego. Aby osiągnąć wspomniane powyżej geograficzne rozproszenie ryzyka w unii bankowej i na rynku wewnętrznym, papiery typu SBBS muszą obejmować wyłącznie obligacje skarbowe wszystkich państw członkowskich należących do strefy euro. Dalszym ograniczeniem jest to, że kwalifikują się tylko emisje w euro. Obligacje te uwzględnia się w papierach typu SBBS proporcjonalnie do znaczenia gospodarczego danego państwa członkowskiego.

2.7. Kolejny specyficzny element dotyczy faktu, że to inwestorzy ponoszą ryzyko i straty. W ramach papierów typu SBBS tworzy się transe, spośród których inwestorzy mogą wybrać transe uprzywilejowane i najbardziej podporządkowane, które reprezentują odpowiednio niższy lub wyższy poziom ryzyka. Ponadto portfele bazowe stanowią obecnie jedyną gwarancję tych papierów, ponieważ wprowadzono zasadę, że emitenci SBBS są jednostkami ad hoc, którym nie wolno prowadzić innych działań i w stosunku do których nie można wysuwać roszczeń<sup>(2)</sup>.

2.8. Jeśli chodzi o inwestorów, jak wspomniano powyżej, do uregulowań prawnych dotyczących papierów typu SBBS ma zastosowanie metoda pełnego przeglądu. W rezultacie prawne „opakowanie” tego instrumentu nie będzie już uważane za „sekurytyzację”<sup>(3)</sup>, ale raczej uwzględniać się będzie bazową obligacją skarbową zawartą w papierach typu SBBS. W stosownych przypadkach inwestujący w papiery typu SBBS, którzy spełniają wszystkie odpowiednie warunki, będą traktowani pod względem regulacyjnym tak samo – w odniesieniu do wymogów kapitałowych, limitów koncentracji i płynności – jak w przypadku rządowych obligacji skarbowych, które posiadają bezpośrednio.

2.9. Omawiany wniosek wprowadza warunki dotyczące papierów typu SBBS, a także podejście ostrożnościowe, niemniej ostatecznie to „rynk” zdecydują o wykorzystaniu tego instrumentu. Od oferentów i inwestorów zależeć będzie, czy nowy instrument finansowy stanie się faktem, a jeśli tak, to jak będzie wykorzystywany.

### 3. Komentarze i uwagi

3.1. EKES z zadowoleniem przyjmuje przedmiotowy wniosek dotyczący papierów typu SBBS, który wpisuje się w szersze ramy ukończenia unii bankowej i budowy unii rynków kapitałowych. W przeszłości EKES już stanowczo opowiadał się za obiema tymi uniami<sup>(4)</sup>.

3.2. W szczególności przedstawione propozycje mają na celu dalsze osłabienie więzi między bankami a odnośnymi państwami macierzystymi. Z uwagi na kryzys finansowy EKES zdecydowanie opowiadał się za wprowadzeniem tego osłabienia i w związku z tym z zadowoleniem przyjmuje planowane wdrożenie wniosku, mając na uwadze malejącą podaż i rosnące zapotrzebowanie na obligacje skarbowe.

3.3. Potencjał papierów typu SBBS jako nowego instrumentu finansowego tkwi w lepszej i szerszej dywersyfikacji w zakresie ekspozycji banków i innych instytucji finansowych na obligacje skarbowe (ang. *sovereign bond holdings*). Niewątpliwie przyczyni się to do zmniejszenia ryzyka w sektorze finansowym.

3.4. Wniosek jedynie zawiera ułatwiające ramy, które pozwalają na rozwijanie SBBS przez rynek, ale sam nie idzie tak daleko. W wypadku gdy rynek podtrzymałby faktyczny rozwój, doprowadziłoby to do utworzenia nowego instrumentu finansowego i rynku dla niego. Komisja szacuje jego wpływ w dwóch scenariuszach<sup>(5)</sup>. Jeżeli powstałby jedynie ograniczony wolumen SBBS, mowa o kwocie 100 mld EUR; w przypadku szerszego podejścia jest to przeszło 1500 mld EUR i wówczas uzyskane zostanie znaczenie makroekonomiczne.

3.5. Szerokie rozpowszechnienie SBBS może przełożyć się również na lepszą integrację rynków finansowych i przyczynić się w ten sposób do zwiększenia stabilności finansowej i odporności systemu finansowego.

3.6. W opinii EKES-u ważne jest, aby proponowane ramy ułatwień były czytelne i skuteczne we wszystkich okolicznościach i nie niosły za sobą negatywnych konsekwencji. Ponadto aby zwiększyć szanse powodzenia, bardzo ważne jest pozytywne podejście „rynków” i innych istotnych zainteresowanych stron. Strony te muszą być bowiem przygotowane do wykorzystania tych ram i urzeczywistnienia papierów typu SBBS.

3.7. Jeśli chodzi o rynki i przedstawicieli państw członkowskich, przedstawili oni dość krytyczne uwagi w ramach konsultacji przygotowawczych z zainteresowanymi stronami. Uczestnicy rynku mają zatem niejednoznaczny pogląd na kwestię wykonalności SBBS. Urzędnicy zajmujący się zarządzaniem długiem są zdania, że papiery typu SBBS nie zniósą więzi między bankami a odnośnymi państwami macierzystymi ani nie zapewnią aktywów o niskim ryzyku. Tymczasem

<sup>(2)</sup> Z wyjątkiem przypadków szczególnych, takich jak bezpodstawne użycie nazwy SBBS.

<sup>(3)</sup> W takim przypadku wymogi regulacyjne byłyby bardziej zaostrzone.

<sup>(4)</sup> Zob. Dz.U. C 81 z 2.3.2018, s. 117; Dz.U. C 237 z 6.7.2018, s. 46; Dz.U. C 177 z 18.5.2016, s. 21.

<sup>(5)</sup> SWD(2018) 252 final, s. 70.

przedstawiciele państw członkowskich pokazali niedawno, że niekoniecznie widzą potrzebę wprowadzania SBBS<sup>(6)</sup>. EKES uważa za niezbędne, aby rozpocząć dialog ze wszystkimi zainteresowanymi stronami, tak aby wspólnie wypracować konstruktywne rozwiązania.

3.8. Bez uszczerbku dla tego, co powiedziano powyżej i poniżej, EKES zamierza udzielić poparcia proponowanym ramom regulacyjnym dotyczącym papierów typu SBBS, zwłaszcza że położą one kres penalizacji, z którą obecnie mierzą się te instrumenty, a jednocześnie w ramach tych przyjmuje się podejście oparte na „analizie porównawczej”.

3.9. Poparcie to dotyczy m.in. faktu, że realizacji i emisji papierów typu SBBS muszą dokonywać przedsiębiorstwa sektora prywatnego. Wydaje się uzasadnione, że emitent powinien być spółką celową, która nie może prowadzić działalności innego rodzaju. Dzięki temu sprawy stają się bardziej przejrzyste dla wszystkich.

3.10. Obowiązkowe włączenie obligacji skarbowych wszystkich państw członkowskich strefy euro emitowanych w euro, z uwzględnieniem wagi gospodarczej danego państwa<sup>(7)</sup>, zapewnia rozproszenie i dywersyfikację, o których mowa w punkcie 3.3. Co więcej, włączenie to sprawia, że niektóre obligacje skarbowe są bardziej atrakcyjne dla międzynarodowych inwestorów. Dotyczy to w szczególności obligacji skarbowych wyemitowanych przez pewne państwa, które w innym przypadku byłyby emitowane na małych i mniej płynnych rynkach.

3.11. Z uwagi na znaczenie wspomnianego wyżej obowiązkowego włączenia obligacji skarbowych wszystkich państw członkowskich proporcjonalnie do ich wagi gospodarczej Komitet zastanawia się nad obecnym systemem certyfikacji własnej organów emitujących. Powstaje pytanie, czy nie należałoby przewidzieć bardziej rygorystycznego i uprzedniego nadzoru przez ESMA.

3.12. Ważne jest również, aby nowy instrument nie obejmował podziału ryzyka i strat między państwami członkowskimi ze strefy euro. Ryzyko i straty są w całości ponoszone przez inwestujących w papiery typu SBBS.

3.13. Jako instytucja emitująca spółka celowa emituje serię papierów wartościowych, które odnoszą się do wpływów z portfela bazowego. Poszczególne papiery wartościowe są obciążone zróżnicowanym ryzykiem, przy czym „transze uprzywilejowane”<sup>(8)</sup> mają najniższe ryzyko, a „transze najbardziej podporządkowane” najwyższe. Wydaje się, że de facto oznacza to, że transze uprzywilejowane będą wprowadzane do obrotu tylko wtedy, gdy znajdzie się wystarczająca liczba inwestorów dla transzy najbardziej podporządkowanej<sup>(9)</sup>. W rezultacie każda emisja staje się losowa i niepewna. Ta słabość może stanąć na przeszkodzie powodzeniu papierów typu SBBS.

3.14. Należy również zadać pytanie, czy papiery typu SBBS będą sprawnym i skutecznym rozwiązaniem we wszystkich okolicznościach. Jaki będzie los tych papierów, gdy wybuchnie ogólny kryzys lub kryzys w jednym lub kilku państwach członkowskich? Kwestie te są istotne, ponieważ ostatnie wydarzenia na nowo pokazały, że w podobnych okolicznościach rynki finansowe reagują szybko.

3.15. Należy także wyjaśnić konsekwencje utworzenia rynku papierów typu SBBS w uzupełnieniu do istniejącego rynku obligacji skarbowych poszczególnych państw członkowskich. Sprawa ta rodzi wiele pytań. Czy we wszystkich warunkach udostępniane ilości będą wystarczające? I co w przypadku, gdy tak nie będzie? Czy stworzenie dodatkowego rynku nie doprowadzi do fragmentacji i rozdrobnienia?

3.16. Ramy prawne umożliwiają nabywanie i posiadanie papierów typu SBBS również indywidualnym oszczędzającym i konsumentom<sup>(10)</sup>. Ponieważ w tym przypadku chodzi o bardzo złożone produkty, należy rozważyć zniesienie tej możliwości. Należałoby może jednak wprowadzić bardziej zniuansowane rozwiązanie – zakaz byłby odpowiedni tylko dla najbardziej podporządkowanych transz, z tego względu, że mogą one wiązać się z dużym ryzykiem. Inaczej mogłoby być w przypadku transz uprzywilejowanych o niskim ryzyku, które z pewnością wypadłyby korzystnie w porównaniu z bezpośrednim posiadaniem obligacji skarbowych przez wspomnianych oszczędzających i konsumentów. Komitet apeluje o dalsze rozważenie tych kwestii.

3.17. Wreszcie zdaniem EKES-u jest w pełni uzasadnione, by na potrzeby stosowania przepisów zrównano papiery typu SBBS i krajowe obligacje skarbowe państw strefy euro emitowane w euro (ang. *sovereign exposures*). Powinno to umożliwić inwestorom z sektora finansowego inwestowanie w papiery typu SBBS na takich samych warunkach, jak w bazowe obligacje skarbowe ze strefy euro.

<sup>(6)</sup> W odniesieniu do tych obaw i komentarzy zob. bardziej szczegółowo pkt 3 uzasadnienia projektu rozporządzenia (s. 7).

<sup>(7)</sup> Zob. art. 4 ust. 2 wniosku w sprawie rozporządzenia oraz dane liczbowe dotyczące znaczenia gospodarczego zainteresowanych państw członkowskich: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/capital/html/index.en.html>.

<sup>(8)</sup> Największy udział w emisji miałyby transze uprzywilejowane, zaś transze najbardziej podporządkowane najmniejszy.

<sup>(9)</sup> Najbardziej podporządkowane transze z reguły uzyskują wyższy zwrot z inwestycji w zamian za wyższe ryzyko.

<sup>(10)</sup> Zob. art. 3 pkt 6 wniosku dotyczącego rozporządzenia.

3.18. Ogólnie i z uwzględnieniem wszystkich powyższych komentarzy Komitet uważa, że utworzenie SBBS jest atrakcyjną koncepcją, ale sposób jej wykonania we wniosku wywołuje zróżnicowany obraz i budzi szereg pytań. Poza tym nie można pozostawić bez odpowiedzi krytycznych refleksji i uwag uczestników rynku i innych ważnych zainteresowanych stron. Jednakże reasumując, Komitet podziela podejście Komisji, że prawdziwą odpowiedź można uzyskać jedynie w praktyce, testując tę koncepcję na rzeczywistych rynkach.

Bruksela, dnia 17 października 2018 r.

Luca JAHIER  
Przewodniczący  
Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego

---