

Securitisatieverordening van kracht!

Mr. M. Kuilman*

1 Inleiding

Op 12 juni 2019 schreef de minister van Financiën dat de voltooiing van de Europese kapitaalmarktunie (Capital Markets Union (CMU)) van groot belang is voor Nederland.¹ De CMU richt zich tot vragers en aanbieders van kapitaal en is onder meer gericht op het vergroten van het aantal en soort financieringsbronnen.² Een van de initiatieven in het kader van de CMU is een Europees regulatorisch raamwerk voor securitisaties, bestaande uit – onder meer – de verordening tot vaststelling van een algemeen kader voor securitisatie en tot instelling van een specifiek kader voor eenvoudige, transparante en gestandaardiseerde securitisatie (hierna: Securitisatieverordening)³ en de verordening tot wijziging van de CRR (hierna: CRR Wijzigingsverordening).^{4,5} Beide verordeningen zijn sinds begin dit jaar van kracht. De Securitisatieverordening bevat criteria voor ‘eenvoudige, transparante en gestandaardiseerde’ (*simple, transparent and standardised* (STS)) securitisaties. Op grond van de CRR Wijzigingsverordening is op beleggingen in deze STS securitisaties een lager risicogewicht van toepassing. De verordeningen noemen securitisaties een belangrijk onderdeel van goed functionerende financiële markten, belangrijk voor het diversifiëren van financieringsbronnen, het vrijmaken van toetsingsvermogen en de stimulering van de financiering van de reële economie.⁶ Daarnaast is

de Securitisatieverordening gericht op een gezond en prudent herstel van de securitisatiemarkt, sinds de implosie in 2007.⁷

Deze bijdrage vangt aan met een korte beschrijving van traditionele securitisaties, waarbij enkele vermogensrechtelijke en prudentiële aspecten worden belicht (par. 2). Daarna wordt ingegaan op het nieuwe securitisatieraamwerk, de richtsnoeren van de European Banking Authority (EBA) en enkele gedelegeerde verordeningen (par. 3). In paragraaf 4 worden enkele aspecten van de Securitisatieverordening besproken en in paragraaf 5 wordt ingegaan op het STS kennisgevingsproces en het toezicht op de naleving van de STS criteria. Tot slot wordt in paragraaf 6 onderzocht of al kan worden gezegd dat de Securitisatieverordening bijdraagt aan de CMU-doelstellingen en heeft geleid tot een toename van het aantal securitisaties. In de Securitisatieverordening wordt onderscheid gemaakt tussen traditionele securitisaties en ABCP-transacties met een looptijd van één jaar of minder.⁸ Het effect van het van kracht worden van de Securitisatieverordening op ABCP-transacties laat ik hierna buiten beschouwing.⁹

2 Securitisatie in een notendop

2.1 Structuur, partijen en motieven

Onder traditionele securitisaties worden transacties verstaan die een kredietverstrekker (bank) of een andersoortige onderneming – in het kader van een securitisatie wordt deze partij *originator* genoemd – in staat stellen om een samenstel van vermogensrechten, zoals vorderingen uit hoofde van hypothecaire leningen, autoleningen of -leases, consumptieve kredieten, creditcards of handelseffecten, te herfinancieren door ze om te zetten in verhandelbare effecten. De originator verkoopt de vorderingen uit hoofde van deze leningen aan een entiteit die daarvoor speciaal is opgericht (een *special purpose vehicle* (hierna: SPV)). De SPV financiert de koop van de vorderingen door het uitgeven van obligaties aan beleggers. De obligaties bestaan uit verschillende risicocategorieën met een hogere of lagere verwachte kans op terugbetaling. De hogere gerangschikte obligaties (*senior tranches*) dragen minder risico

* Mr. M. Kuilman is werkzaam bij De Nederlandsche Bank N.V. op de divisie juridische zaken.

Deze bijdrage is geschreven op persoonlijke titel.

1. Zie www.rijksoverheid.nl/actueel/nieuws/2019/06/12/europese-kapitaalmarktunie.
2. Zie Groenboek van de Europese Commissie van 18 februari 2015 en D. Busch, Een kapitaalmarktunie voor een verdeeld Europa, Ondernemingsrecht 2017, p. 61 e.v.
3. Verordening (EU) 2017/2402 van het Europees Parlement en de Raad van 12 december 2017 tot vaststelling van een algemeen kader voor securitisatie en tot instelling van een specifiek kader voor eenvoudige, transparante en gestandaardiseerde securitisatie, en tot wijziging van de Richtlijnen 2009/65/EG, 2009/138/EG en 2011/61/EU en de Verordeningen (EG) 1060/2009 en (EU) 648/2012 (PbEU 2017, L 347/35).
4. Verordening (EU) 2017/2401 van het Europees Parlement en de Raad van 12 december 2017 tot wijziging van Verordening (EU) 575/2013 betreffende prudentiële vereisten voor kredietinstellingen en beleggingsondernemingen (PbEU 2017, L 347/1) (CRR).
5. Zie voor een overzicht van alle CMU-initiatieven het op 15 maart 2019 door de Europese Commissie gepubliceerde rapport ‘European Commission Contribution to the European Council Capital Markets Union: Progress on Building a Single Market for Capital for a Strong Economic and Monetary Union’, via ec.europa.eu/finance/docs/policy/190315-cmu-communication_en.pdf.
6. Overweging 4 van de Securitisatieverordening en overweging 1 van de CRR Wijzigingsverordening.

7. Zie voor een bespreking van de impact van de financiële crisis op securitisaties M.G. van 't Westeinde, Schaduwbankieren: securitisatie, FR 2017, afl. 12, p. 556-570.

8. Activagedekte commercial-paperprogramma's (*asset-backed commercial paper (ABCP) programmes*).

9. Zie over de Securitisatieverordening L. Gerritsen & A.H. Scheltema, Securitisaties, in: J.C. Barnard, D. Busch & L.J. Silverstand (red.), Een Kapitaalmarktunie voor Europa. Lustrumbundel 2017 Vereniging voor Financieel Recht (Uitgave vanwege het Van der Heijden Instituut, nr. 146), Deventer: Wolters Kluwer 2017, p. 33-42.

dan de lagere gerangschikte obligaties (*mezzanine of junior tranches*). Deze *tranchering* stelt beleggers in staat om voor een bepaald risico te kiezen. Het beleggingsrendement wordt gegenereerd uit de kasstromen van de gesecuritiseerde vorderingenportefeuille.¹⁰ De obligaties zijn verhandelbaar en krijgen een beoordeling van één of meerdere *rating agencies*. Hierna wordt voornamelijk ingegaan op securitisaties waarin obligaties worden uitgegeven met hypothecaire vorderingen als onderpand.

Naast een originator, een SPV, beleggers en rating agencies kunnen ook andere partijen een rol spelen in een securitisatie. Zo vestigt de SPV, na overdracht van de vorderingen, een pandrecht op de vorderingen en een pandrecht op alle rechten die de SPV heeft onder de overeenkomsten die zij is aangegaan in het kader van de securitisatie. Deze pandrechten worden gevestigd ten behoeve van een stichting die (wederom) speciaal voor de securitisatie wordt opgericht (*security trustee*) en handelt in het belang van de obligatiehouders en andere partijen bij de securitisatie (*secured creditors*). Het verstrekken van zekerheden aan de security trustee en niet aan de individuele secured creditors heeft een aantal voordelen. Zo kunnen eventuele aanvullende zekerheden eenvoudig worden gevestigd ten behoeve van de security trustee, wordt hiermee een zoektocht naar onbekende obligatiehouders bespaard gebleven en zijn nieuwe secured creditors ook gedekt. Ook geldt dat de zekerheden niet in gemeenschap worden gehouden en dat de vraag niet hoeft te worden beantwoord of voor uitwinning instemming nodig is van alle deelgenoten of secured creditors.¹¹ Daarnaast kent het vestigen van een pandrecht ten behoeve van de security trustee een complicatie. Er bestaat onduidelijkheid over de vraag of een partij rechthebbende kan zijn van een zekerheidsrecht zonder dat zij zelf de crediteur is van de verzekerde verplichting.¹² Om een potentiële ongeldige verpanding te vermijden, maar wel gebruik te kunnen maken van een security trustee, wordt vaak een zelfstandig vorderingsrecht van de security trustee jegens de SPV gecreëerd. De SPV stemt er dan mee in dat zij aan de security trustee een bedrag is verschuldigd dat even groot is als het bedrag dat de SPV is verschuldigd aan de obligatiehouders (en andere

schuldeisers). Deze schuld wordt ook wel *parallel debt* genoemd. De schuld van de SPV aan de security trustee zou ook kunnen worden gecreëerd door het opnemen van een borgtochtconstructie, waarbij de security trustee zich borg stelt voor de betalingsverplichting van de SPV jegens de secured creditors, of doordat de security trustee actief hoofdelijk medeschuldeiser wordt van de vorderingen van de secured creditors.¹³

In het geval de vorderingen voortvloeien uit hypothecaire leningen waaraan een levensverzekering of spaarverzekering is verbonden, kunnen ook verzekeraars betrokken zijn. De rechten uit hoofde van deze verzekeringen worden dan door de originator tegelijk met de vorderingen aan de SPV verkocht en overgedragen en de door deze verzekeraars van verzekeringnemers ontvangen premies worden belegd in de securitisatie.¹⁴ De verzekeraars hebben vervolgens een vordering op de SPV tot terugbetaling van hun belegging. Tussen partijen wordt afgesproken dat de verzekeraars de beleggingen met voorrang weer terugontvangen, nog voor de hoogst gerangschikte obligaties. Ook kunnen de verzekeraars zich verhalen op de pandrechten gevestigd ten behoeve van de security trustee. Daarnaast kan de SPV derivatenovereenkomsten aangaan met een partij ter afdekking van het rente- of valutarisico. Zie hierover paragraaf 4.3.

De redenen om te kiezen voor een securitisatie zijn divers. Door middel van een securitisatie worden illiquide activa liquide (verhandelbaar) en kan de instelling nieuwe leningen afsluiten. Securitisaties ondersteunen zo als het ware de reële economie, een van de doelstellingen van de CMU. Ook kunnen de kosten van een securitisatie (onder meer de over de obligaties te vergoeden rentepercentages) lager liggen dan bijvoorbeeld bij een uitgifte van obligaties zonder onderpand. Als derde motief kan worden genoemd dat een securitisatie toegang geeft tot een groep investeerders die anders niet geïnteresseerd zou zijn geweest. Een reden hiervoor kan zijn dat de obligaties wel een rating hebben en de bank/instelling zelf niet. Sommige investeerders willen of kunnen enkel beleggen in financieringsinstrumenten waaraan een rating is toegekend.¹⁵

10. Zie overweging 1 en art. 2 lid 1 Securitatieverordening.

11. Op grond van art. 3:170 BW kan een daad van beheer door elke deelgenoot individueel worden verricht of kunnen hierover afspraken worden gemaakt in een beheersregeling als bedoeld in art. 3:168 lid 1 BW. Voor alle andere handelingen, waaronder beschikkingshandelingen, zijn de deelgenoten gezamenlijk bevoegd. Het is niet geheel duidelijk of uitwinning een daad van beheer is of dat hiervoor instemming van alle deelgenoten is vereist. Zie verder M.H.E. Rongen, Cessie. Beschouwing van kernthema's van de overdracht van vorderingen op naam tegen de achtergrond van de hedendaagse (internationale) financiële praktijk en securitisatie in het bijzonder (Serie Onderneming en Recht, deel 70), Deventer: Kluwer 2012, nrs. 1066-1067.

12. Het afhankelijke karakter van zekerheden kan zich verzetten tegen een scheiding van de hoedanigheden van schuldeiser en zekerheidsgerechtigde. Betoogd zou kunnen worden dat de verzekerde verplichting en het zekerheidsrecht in dezelfde vermogenszouden moeten vallen. Zie J.W.A. Biemans, Rechtsgevolgen van stille cessie (diss. Nijmegen; Serie Onderneming en Recht, deel 65), Deventer: Kluwer 2011, nr. 239 en Rongen 2012, nr. 178.

13. Zie over de verschillen tussen parallel debt en de actieve hoofdelijkheid Rongen 2012, nrs. 181 en 182. Bij de actieve-hoofdelijkheidsconstructie kan er onduidelijkheid bestaan over de vraag of de security trustee een eigen zelfstandig vorderingsrecht jegens de SPV heeft waarvoor zekerheden kunnen worden verleend.

14. In het kader van een levens- of spaarverzekering is de kredietverstrekker vaak aangewezen als begunstigde onder de polis. In deze hoedanigheid kan de kredietverstrekker de rechten onder de polis op de verzekeraar aan de SPV overdragen. Het is niet zeker of deze overdracht zal slagen. Het risico bestaat dat de rechten van de begunstigde niet kunnen worden overgedragen, bijv. indien blijkt dat de kredietverstrekker toch niet als begunstigde is aangewezen.

15. Zie voor een overzicht van de beweegredenen Van 't Westeinde 2017. Overigens zou kunnen worden gesteld dat door de toename aan regelgeving en de komst van de Securitatieverordening beleggen in securitisaties steeds meer specialisme vergt en dat de beleggers schaarser worden.

2.2 Vermogensrechtelijke en prudentiële gevolgen

De partijen bij een securitisatie beogen een werkelijke overdracht van de vorderingen met vermogensrechtelijke gevolgen: het is de bedoeling dat de vorderingen na de verkoop en overdracht het vermogen van de kredietverstrekker of originator verlaten en terecht komen in het vermogen van de SPV. De overdracht dient niet tot zekerheid van een bepaalde verplichting of tot verhaal en komt daardoor niet in strijd met het fiduciaverbod in art. 3:84 lid 3 Burgerlijk Wetboek (BW).¹⁶ Om de overdracht te bewerkstelligen dient aan de vereisten in art. 3:84 lid 1 BW te worden voldaan. Hiertoe worden een koopovereenkomst en een leveringsakte opgesteld. Mits de originator op het moment van de levering bevoegd is om over de vorderingen te beschikken, vindt er een overdracht plaats en wordt de SPV rechthebbende van de vorderingen. De levering geschiedt door middel van een notariële akte of een onderhandse akte, die ter registratie zal worden aangeboden bij de Belastingdienst.¹⁷ De debiteuren van de vorderingen worden in beginsel niet op de hoogte gesteld van de overdracht. Dit wordt ook wel stille cessie genoemd. Zolang er sprake is van stille cessie kunnen de debiteuren hun maandelijkse termijnen bevrijdend betalen aan de originator (en verzekeraar). Mededeling van de cessie is in bepaalde gevallen wel voorzien, bijvoorbeeld in het geval waarin de originator niet langer in staat is om aan zijn verplichtingen in de koopovereenkomst te voldoen (of andere documentatie aangegaan in het kader van de securitisatie), of indien de originator niet langer solvent is. Indien aan de originator een rating is toegekend, kan mededeling plaatsvinden nadat deze rating naar beneden is bijgesteld.¹⁸ Na mededeling kan de debiteur alleen bevrijdend betalen aan de SPV.

Aan de overdracht van de vorderingen aan de SPV kunnen één of meerdere overdrachten vooraf zijn gegaan. De originator in de securitisatie verkoopt en levert dan niet (alleen) zijn eigen vorderingen, maar ook vorderingen uit hoofde van leningen of kredieten die door een andere instelling zijn gegenereerd en die door de originator (eventueel anticiperend op de securitisatie) zijn gekocht. Het kan ook zijn dat de originator wel alleen zijn eigen vorderingen securitiseert, maar dat deze vorderingen vóór de securitisatie aan een andere instelling waren overgedragen. Voorafgaand aan de securitisatie worden deze vorderingen dan aan de originator terugovergedragen en

vervolgens verkocht aan de SPV. De laatste situatie komt voor bij leven- of spaarhypotheken. De verzekeraar en de originator zijn dan overeengekomen dat de verzekeraar de van debiteuren ontvangen premies zal beleggen in de hypothecaire vorderingen. Hiertoe verkoopt en levert de originator aan de verzekeraar vorderingen ten belope van het bedrag aan premies. In deze situatie is er sprake van drie overdrachten:

1. overdracht van vorderingen door de originator aan de verzekeraar in het kader van de belegging door de verzekeraar in de leven- of spaarhypothekenvorderingen;
2. terugoverdracht van vorderingen door de verzekeraar aan de originator; en
3. overdracht van vorderingen door de originator aan de SPV.

De overdracht van de vorderingen heeft niet alleen vermogensrechtelijke gevolgen. Securitatisaties kunnen er ook toe leiden dat banken minder kapitaal hoeven aan te houden. In het kader van de CRR dienen banken voor activa, waaronder kredietuitzettingen (in CRR aangeduid als risicogewogen posten), kapitaal aan te houden ter afdekking van het kredietrisico. Door de overdracht van de vorderingen uit hoofde van deze kredietuitzettingen wordt het kredietrisico op de debiteuren aan de SPV overgedragen. Uit de CRR volgt vervolgens dat indien een aanzienlijk deel van het kredietrisico wordt overgedragen, de betreffende bank de vorderingen buiten de berekening van risicogewogen posten en, in een voorkomend geval, verwachte verliesposten mag houden.¹⁹ Aan het vereiste van een 'aanzienlijk deel' wordt onder meer voldaan indien de vorderingen buiten het bereik van de bank en haar schuldeisers zijn geplaatst en er sprake is van een werkelijke overdracht (*true sale*).²⁰ Bovendien dient de overdracht niet te kunnen worden onderworpen aan terugvorderingsbepalingen in het geval van insolventie van de bank. Om te verifiëren of hieraan is voldaan, dient de bank een advies van een gekwalificeerd juridisch adviseur te hebben ontvangen.²¹ In de praktijk wordt een dergelijk advies aangeduid met de term *legal opinion*.²² Zie hierover verder paragraaf 4.1. Daarnaast mag de bank niet meer dan 20% van de meest achtergestelde obligaties (de eersteverliestranche) in de securitisatie zelf houden.²³ Hierbij moet worden vermeld dat op de bank als originator tegelijkertijd de verplichting rust om aan het retentievereiste zoals thans neergelegd in art. 6 Securitatieverordening te vol-

16. Zie over het fiduciaverbod HR 19 mei 1995, ECLI:NL:HR:1995:ZC1735, NJ 1996/119 m.nt. WMK (Keereweer q.q./Sogelease) en HR 18 november 2005, ECLI:NL:HR:2005:AT8241, NJ 2006/151 (BTL Lease/Erven Van Summeren). De Hoge Raad maakt een onderscheid tussen 'overdracht ten titel van verhaal' en 'werkelijke overdracht': 'Strekt [daarentegen] de rechtshandeling tot "werkelijke overdracht" en heeft zij derhalve de strekking het goed zonder beperking op de verkrijger te doen overgaan – en deze aldus meer te verschaffen dan enkel een recht op het goed, dat hem in zijn belang als schuldeiser beschermt – dan staat art. 3:84 lid 3 BW daaraan niet in de weg.'

17. Art. 3:94 lid 3 BW.

18. Of de debiteuren daadwerkelijk op de hoogte zullen worden gesteld van de overdracht valt te bezien. In de praktijk kunnen partijen bij de securitisatie (ook de curator namens de originator) andere afspraken maken, eventueel na instemming door de obligatiehouders.

19. Art. 244 lid 1 onder (a) en 247 lid 1 onder (a) CRR zoals gewijzigd door de CRR Wijzigingsverordening.

20. Art. 244 lid 1 onder (c) CRR zoals gewijzigd door de CRR Wijzigingsverordening jo. art. 20 lid 1 Securitatieverordening.

21. Art. 244 lid 1 onder (h) CRR zoals gewijzigd door de CRR Wijzigingsverordening.

22. Zie over legal opinions J.M. van Dijk, *Over opinions: handleiding voor het opstellen en beoordelen van Nederlandsrechtelijke legal opinions*, Den Haag Boom juridisch 2016.

23. Art. 244 lid 1 onder (b) zoals gewijzigd door de CRR Wijzigingsverordening.

doen.²⁴ Het retentievereiste – ook wel aangeduid als het vereiste van risicobehoud – houdt in dat de originator een netto economisch belang in de securitisatie moet houden van ten minste 5%. De originator voldoet hieraan indien hij 5% houdt van de nominale waarde van elk van de tranches die aan beleggers zijn verkocht of de eersteverliestranche, mits de nominale waarde daarvan gelijk is aan 5% van de nominale waarde van de gesecuritiseerde vorderingenportefeuille. De originator kan ook een deel van de vorderingenportefeuille zelf houden, indien de nominale waarde daarvan gelijk is aan 5% van de nominale waarde van de gesecuritiseerde vorderingenportefeuille.²⁵ Het retentievereiste beoogt te bewerkstelligen dat de originator een eigen belang heeft in de securitisatie en geen ‘slechte’ kredieten securitiseert. Gelet op dit vereiste en omdat een belegging in een securitisatie wel weer wordt meegenomen in de berekening van de risicogewogen posten, is de bank nooit helemaal vrij van het aanhouden van kapitaal. Voor een belegging in securitisaties die kunnen worden aangemerkt als ‘STS’ geldt wel een lichter prudentieel regime dan voor beleggingen in niet-STS securitisaties. Zie hierna.

3 Het nieuwe securitisatieraamwerk

3.1 STS criteria

De Securitatieverordening is van toepassing op securitisaties waarvan de obligaties op of na 1 januari 2019 zijn uitgegeven. In de verordening worden diverse partijen onderscheiden, waaronder (1) *original lenders*, dit zijn de oorspronkelijke kredietverstrekkers, de entiteiten die rechtstreeks of middellijk de overeenkomst tot geldlening of krediet hebben gesloten, (2) *initiators*, dit zijn de entiteiten die betrokken zijn geweest bij de totstandkoming van de overeenkomst tot geldlening of krediet, of vorderingen van een derde kopen en deze vervolgens onderbrengen in een securitisatie en verkopen aan een SPV, (3) *sponsors*, waarmee wordt bedoeld op een niet-initiërende bank of beleggingsonderneming die de obligaties uitgeeft en beheert, en (4) SPV's.²⁶

De Securitatieverordening bevat *due diligence*-vereisten voor institutionele beleggers (art. 5), retentievereisten voor oorspronkelijke kredietverstrekkers, initiators of sponsors (art. 6), transparantie- en rapportagevereisten voor initiators, sponsors en SPV's (art. 7) en criteria voor de kredietverlening voor oorspronkelijke kredietverstrekkers, initiators en sponsors (art. 9). Daarnaast bevat de Securitatieverordening criteria waaraan een securitisatie moet voldoen om aangemerkt te worden als een eenvoudige, transparante en gestandaardiseerde

de transactie (STS criteria, art. 20 t/m 22).²⁷ Een securitisatie die aan deze STS criteria voldoet, en is geregistreerd op de website van de European Securities and Markets Authority (ESMA), mag worden aangeduid als een STS securitisatie (art. 18 en 27). Ook in het prospectus voor de uitgifte van de obligaties wordt dan vermeld dat de securitisatie aan de STS criteria voldoet. ESMA controleert niet of ook daadwerkelijk aan de STS criteria is voldaan.²⁸ De naleving van de STS criteria is een verantwoordelijkheid van de initiators, sponsors en de SPV's zelf. Wel beoordeelt de bevoegde toezichthouder achteraf of aan de STS criteria is voldaan. Indien blijkt dat niet aan (alle) STS criteria is voldaan, mag de securitisatie niet langer worden aangeduid als STS. Dit heeft gevolgen voor de risicoweging van de obligaties. In het prospectus zal hiervoor een risicofactor zijn opgenomen. Zie verder paragraaf 5.

Prudentieel regime

De CRR Wijzigingsverordening implementeert het herziene Baselse kader van kapitaalseisen voor securitisaties, vervangt hoofdstuk 5 van titel II, deel drie CRR, dat betrekking heeft op securitisaties, en introduceert een onderscheid tussen beleggingen in STS securitisaties en niet-STS securitisaties.²⁹ Uit de CRR Wijzigingsverordening volgt dat voor de berekening van de risicogewogen posten bij een belegging in een STS securitisatie een lagere risicoweging geldt en dat er minder kapitaal hoeft te worden aangehouden dan bij een belegging in een niet-STS securitisatie.³⁰ De risicoweging voor een belegging in een securitisatie hangt af van de te hanteren methode voor berekening van de risicoweging. In eerste instantie wordt er gebruik gemaakt van een eigen berekening van het toetsingsvermogen.³¹ Mocht er geen gebruik gemaakt kunnen worden van eigen berekeningen, dan geldt de standaardbenadering. Mocht ook deze methode niet beschikbaar zijn, dan worden de risicoweging en het toetsingsvermogen berekend aan de hand van externe ratings.³² De ondergrens van een risicoweging voor een belegging in de hoogst gerangschikte obligaties

24. Voor het van kracht worden van de Securitatieverordening waren banken onderworpen aan een indirect retentievereiste in art. 405 CRR. De verplichting in art. 6 Securitatieverordening rust op de oorspronkelijke kredietverstrekker, de initiator of de sponsor.

25. Art. 6 lid 3 Securitatieverordening.

26. Art. 2 Securitatieverordening.

27. Zie o.a. J.C. Hintzen, De securitisatie verordening: een nieuw regulatorisch kader voor securitisaties, FR 2018, afl. 8/9, p. 413-423, Gerritsen & Scheltema 2017, Van 't Westeinde 2017 en G.W. Kastelein & V.P.G. de Serière, Een zwakke Brusselse poging tot herstel van de securitisatiemarkt: gedoemd te mislukken?, Ondernemingsrecht 2017/15, p. 93-99.

28. Zie ook overweging 31 van de Securitatieverordening.

29. Zie ook Hintzen 2018.

30. Ook verzekeraars kunnen profiteren van een gunstiger prudentieel regime voor een belegging in een STS securitisatie. De Uitvoeringsverordening Solvency II is in lijn met de CRR Wijzigingsverordening gewijzigd en sinds begin 2019 van kracht, zie Gedelegeerde verordening (EU) 2018/1221 van de Commissie van 1 juni 2018 tot wijziging van de gedelegeerde verordening (EU) 2015/35 wat betreft de berekening van wettelijke kapitaalvereisten voor securitisaties en eenvoudige, transparante en gestandaardiseerde securitisaties die door verzekerings- en herverzekeringsondernemingen worden aangehouden (PbEU 2018, L 227/1).

31. Dit wordt ook wel de interne-ratingbenadering (IRB) genoemd, waarbij de bank een eigen model gebruikt om de risico's in te schatten. De bank moet toestemming vragen aan de toezichthouder voordat deze benadering mag worden gebruikt. De criteria voor een IRB zijn vrij streng, waardoor er in de praktijk weinig gebruik van wordt gemaakt door banken.

32. Art. 254 CRR zoals gewijzigd door de CRR Wijzigingsverordening en overweging 4 van de CRR Wijzigingsverordening.

in een STS securitisatie is 10%³³ en voor een belegging in een niet-STs securitisatie 15%.^{34,35}

Richtsnoeren en gedelegeerde verordeningen

Op 12 december 2018 publiceerde de EBA – net voor het van kracht worden van de Securitatieverordening – richtsnoeren met betrekking tot de STS criteria (EBA Richtsnoeren).³⁶ De bevoegdheid hiertoe volgt uit art. 19 lid 2 Securitatieverordening. In dat artikel is aan de EBA opgedragen om, in nauwe samenwerking met ESMA en de European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA), richtsnoeren en aanbevelingen vast te stellen voor een geharmoniseerde interpretatie en toepassing van de criteria voor eenvoudige, transparante en gestandaardiseerde securitisaties. De EBA Richtsnoeren moeten leiden tot een uniforme en betrouwbare toepassing van de Securitatieverordening met zo min mogelijk verschillen tussen afzonderlijke lidstaten.³⁷ Met andere woorden, waar de Securitatieverordening nog onduidelijkheden bevat of artikelen die voor meerdere interpretaties vatbaar zijn, bieden de EBA Richtsnoeren een toelichting en uitkomst. In aanvulling op de EBA Richtsnoeren publiceerde de EBA onlangs een toelichting op art. 9 lid 3 Securitatieverordening.³⁸ Deze bepaling ziet op de situatie waarin een initiator vorderingen van een derde koopt en deze vervolgens securitiseert. De initiator dient dan na te gaan of de derde aan de vereisten voor de kredietverlening als bedoeld in het eerste lid voldoet. Dit kan een uitdaging zijn in het geval de vorderingsportefeuille al geruime tijd uitstaat en/of de oorspronkelijke kredietverstrekker niet langer bestaat. De EBA merkt op dat in een dergelijke situatie de initiator zodanige informatie dient te vergaren en bronnen dient te raadplegen zoals gebruikelijk bij een *due diligence* van soortgelijke vorderingen.³⁹ Aangezien een onderzoek van de portefeuille vaak al standaard onderdeel is van een securitisatie, is de verwachting dat de initiator aan het vereiste in art. 9 lid 3 Securitatieverordening kan voldoen.

Naast de EBA Richtsnoeren heeft de EBA een voorstel gedaan voor twee gedelegeerde verordeningen, (1) inzake homogeni-

teit⁴⁰ en (2) inzake risicobehoud.⁴¹ Beide gedelegeerde verordeningen zijn gepubliceerd (in *final draft*) op 31 juli 2018. De EBA RTS on homogeneity is op 28 mei 2019 door de Europese Commissie goedgekeurd en ligt nu ter goedkeuring bij het Europees Parlement en daarna de Raad. De EBA RTS on risk retention ligt nog bij de Europese Commissie. De EBA verwacht dat deze verordeningen eind dit jaar van kracht worden. De vertraging komt volgens de EBA mede doordat de juridische afdeling van de Commissie het te druk heeft met de brexit.⁴²

Tot slot zijn er aanpassingen doorgevoerd in de gedelegeerde verordening met betrekking tot het liquiditeitsdekkingsvereiste voor kredietinstellingen (*liquidity coverage ratio*, LCR Verordening).⁴³ Deze verordening is onderdeel van het liquiditeitstoezicht waaraan banken zijn onderworpen. In het kader van het liquiditeitstoezicht wordt beoordeeld of de bank voldoende liquide middelen heeft om te kunnen voldoen aan haar verplichtingen gedurende een periode van 30 dagen. De vereisten hiervoor zijn neergelegd in de CRR en uitgewerkt in voornoemde verordening.⁴⁴ Voor de berekening van de LCR wordt gekeken naar activa die eenvoudig liquide kunnen worden gemaakt. De LCR Verordening maakt hierbij onderscheid tussen Level 1-activa en Level 2-activa. Level 1-activa bestaat uit cash en staatsobligaties, Level 2-activa uit minder liquide activa. In Level 2-activa worden vervolgens Level 2A-activa en Level 2B-activa onderscheiden. Het onderscheid in level is relevant voor de reductiefactor. Voor Level 2A-activa geldt een reductiefactor van 15%⁴⁵ en voor Level 2B-activa een reductiefactor van 25% of 35%.⁴⁶ Obligaties in een securitisatie kunnen kwalificeren als Level 2B-activa. Als gevolg van de aanpassing van de LCR Verordening kwalificeren met ingang van 30 april 2020 voor de berekening van de LCR alleen securitisaties met een STS aanduiding als liquide activa. Tijdens de consultatieperiode van de LCR Verordening hebben marktpartijen gepleit voor het kwalificeren van securitisaties als Level 2A-activa, maar zonder resultaat.⁴⁷ De aanpassing van de LCR Verordening heeft niet geleid tot een lagere reductiefactor.

33. Art. 260, 262 en 264 CRR zoals gewijzigd door de CRR Wijzigingsverordening.

34. Art. 259 en 261 CRR zoals gewijzigd door de CRR Wijzigingsverordening.

35. Voor de hoogst gerangschikte obligaties kan de risicoweging lager zijn indien de 'doorkijkbenadering' wordt toegepast. Op grond van art. 267 CRR zoals gewijzigd door de CRR Wijzigingsverordening kan aan de hoogst gerangschikte obligaties een maximaal risicogewicht worden toegekend dat gelijk is aan het risicogewicht dat van toepassing is op de onderliggende vordering.

36. EBA, Final Report on Guidelines on the STS criteria for non-ABCP securitisation, EBA/GL/2018/09, 12 december 2018.

37. Zie ook overweging 20 van de Securitatieverordening.

38. Zie de Q&A van de EBA: eba.europa.eu/single-rule-book-qa/-/qna/view/publicId/2018_4368.

39. '(...) the originator should use adequate resources and make reasonable efforts to obtain as much information as is available and appropriate for such verification in accordance with sound market standards of due diligence for the class of assets and the nature and type of securitization.' Overigens is een *due diligence* door de beleggers ook een vereiste in de Securitatieverordening, zie art. 5 lid 3 onder c.

40. EBA, Final Draft Regulatory Technical Standards on the homogeneity of the underlying exposures in securitisations, EBA/RTS/2018/02, 31 juli 2018 (EBA RTS on homogeneity).

41. EBA, Final Draft Regulatory Technical Standards specifying the requirements for originators, sponsors and original lenders relating to risk retention, EBA/RTS/2018/01, 31 juli 2018 (EBA RTS on risk retention).

42. Zie www.risk.net/regulation/6729091/final-rules-on-securitisation-due-by-year-end-eba-says.

43. Gedelegeerde verordening (EU) 2018/1620 van de Commissie van 13 juli 2018 tot wijziging van gedelegeerde verordening (EU) 2015/61 ter aanvulling van Verordening (EU) 575/2013 van het Europees Parlement en de Raad met betrekking tot het liquiditeitsdekkingsvereiste voor kredietinstellingen (PbEU 2018, L 271/10 en PbEU 2015, L 11/1).

44. Zie ook Van 't Westeinde 2017, p. 569.

45. Zie art. 11 lid 2 LCR Verordening.

46. Zie art. 13 lid 14 LCR Verordening.

47. Zie ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiatives/ares-2018-418078/feedback_en?p_id=165377. Zie ook het standpunt van de Dutch Securitisation Association, tezamen met een aantal instellingen: www.dutchsecuritisation.nl/joint-position-paper.

4 Enkele aspecten van de Securitatieverordening

4.1 *True sale*

Om in aanmerking te komen voor de STS aanduiding volgt uit de Securitatieverordening dat de vorderingen moeten worden overgedragen aan de SPV op een manier die afdwingbaar is tegenover de verkoper of een andere derde partij, en dat de overdracht niet is onderworpen aan terugvorderingsbepalingen in het geval van insolventie van de verkoper. De overdracht dient *true sale* te zijn.⁴⁸ Bij een securitisatie vindt de overdracht in de regel plaats door middel van stille cessie en een geregistreerde onderhandse akte. Synthetische securitisaties, waarbij de vorderingen niet worden overgedragen, maar het kredietrisico door middel van een derivatencontract of garanties bij een derde partij komt te liggen, zijn derhalve van toepassing van de Securitatieverordening uitgesloten. Dit heeft te maken met het extra kredietrisico en de potentiële complexiteit die dergelijke contracten zouden opleveren.⁴⁹ Mogelijk wordt het nieuwe securitisatieraamwerk in de toekomst wel van toepassing op synthetische securitisaties. Onlangs heeft de EBA de markt geconsulteerd over de haalbaarheid van een specifiek kader voor synthetische STS securitisaties.⁵⁰

Volgens de EBA Richtsnoeren kan over de naleving van het *true-sale*criterium comfort worden verkregen door middel van een *legal opinion* van een gekwalificeerd juridisch adviseur.⁵¹ In de praktijk is de *legal opinion* al een standaard onderdeel van een securitisatie. In securitisaties waarin entiteiten zijn gevestigd in meerdere jurisdicties worden meerdere *legal opinions* opgesteld. Zo kan de oorspronkelijke kredietverstrekker of de initiator zijn gevestigd in België en de SPV in Nederland. In dat geval is een *legal opinion* vereist van een juridisch adviseur gekwalificeerd naar Nederlands recht om de overdracht te bevestigen (ervan uitgaande dat de overdracht wordt beheerst door Nederlands recht) en een *legal opinion* van een juridisch adviseur gekwalificeerd naar Belgisch recht, waaruit volgt dat de overdracht niet kan worden onderworpen aan Belgische terugvorderingsbepalingen in het geval van insolventie van de oorspronkelijke kredietverstrekker. De *legal opinion* wordt opgesteld ten behoeve van partijen bij de securitisatie en vaak ter informatie toegestuurd aan rating agencies en toezichthouders. Bij een STS transactie is dit laatste nu standaard; de EBA Richtsnoeren bepalen dat de *legal opinions* beschikbaar moeten worden gesteld aan de toezichthouder belast met het toezicht op de naleving van de STS criteria en de STS kennisge-

ving. Gezien de huidige praktijk zal aan deze richtsnoer van de EBA redelijk eenvoudig kunnen worden voldaan. Uit de Securitatieverordening volgt daarnaast dat indien de verkoper van de vorderingen niet de oorspronkelijke kredietverstrekker is, maar de tweede of derde partij waaraan de vorderingen worden overgedragen, en de overdracht aan de SPV via tussenstappen plaatsvindt, ook de eerdere overdrachten dienen te voldoen aan het *true-sale*criterium.⁵² Voor deze tussenstappen gelden ook de EBA Richtsnoeren ten aanzien van de *legal opinion*.⁵³ Een *legal opinion* voor tussenstappen is in de praktijk echter niet gangbaar, om verschillende redenen. Het kan zijn dat de eerdere overdracht al (veel) langer geleden en buiten het kader van de securitisatie heeft plaatsgevonden. De betreffende koopovereenkomst en de akte van cessie zijn dan niet opgesteld door degene die de *legal opinion* afgeeft. Het is niet gebruikelijk dat een *legal opinion* wordt afgegeven over documentatie die niet door de opsteller van de *legal opinion* is opgesteld. Het kan voor de opsteller lastig zijn om te verifiëren of aan alle vereisten voor overdracht is voldaan, waardoor in de opinie extra veronderstellingen (*assumptions*) zullen worden opgenomen. Ook kan er sprake zijn van meerdere overdrachten naar entiteiten in verschillende jurisdicties. In dat geval zijn *legal opinions* vereist opgesteld naar het recht van deze verschillende jurisdicties. Tot slot, vaak ontbreekt een *legal opinion* voor eerdere overdrachten vanwege het ontbreken van de noodzaak ervan (er is geen rating agency of toezichthouder die de opinie verlangt) in samenhang met de aanzienlijke kosten. Overigens spreekt het voor zich dat het ontbreken van een *legal opinion* in beginsel geen afbreuk doet aan de geldigheid van de overdracht.

4.2 *Expertise*

De Securitatieverordening bepaalt dat de oorspronkelijke kredietverstrekker of de initiator over voldoende expertise beschikt. Deze expertise moet zien op het verstrekken van leningen of kredieten die vergelijkbaar zijn met de leningen of kredieten die worden gesecuritiseerd.⁵⁴ Uit de Securitatieverordening blijkt niet duidelijk wat er onder 'expertise' moet worden verstaan. De EBA Richtsnoeren lichten toe dat een oorspronkelijke kredietverstrekker of initiator wordt verondersteld over voldoende expertise te beschikken indien (a) de entiteit gedurende een periode langer dan vijf jaar kredieten verstrekt die vergelijkbaar zijn met de gesecuritiseerde vorderingenportefeuille, of (b) indien deze periode korter is, de enti-

48. Art. 20 lid 1 Securitatieverordening. Zie ook overweging 22.

49. Overweging 24 van de Securitatieverordening.

50. EBA, Draft Report on STS Framework for Synthetic Securitisation under Art. 45 of Regulation (EU) 2017/2402, EBA/DP/2019/01, 24 september 2019. Zie eba.europa.eu/-/eba-consults-on-its-proposals-to-create-a-sts-framework-for-synthetic-securitisation. De consultatieperiode eindigt op 25 november 2019.

51. Zie onderdeel 4.1 van de EBA Richtsnoeren. Zie ook art. 244 lid 4 onder (h) CRR zoals gewijzigd door de CRR Wijzigingsverordening, waarin tevens wordt gesproken over een advies van een gekwalificeerd juridisch adviseur, en overweging 23 van de Securitatieverordening.

52. Art. 20 lid 4 Securitatieverordening. Dit geldt niet voor de eerdere overdracht van vorderingen aan een verzekeraar en de terugoverdracht van deze vorderingen aan de oorspronkelijke kredietverstrekker in het kader van een securitisatie (zie par. 2.2). In dat geval is de verkoper van de vorderingen in de securitisatie nog altijd de oorspronkelijke kredietverstrekker.

53. Dit sluit aan op art. 9 lid 3 Securitatieverordening, waaruit volgt dat een initiator die vorderingen heeft gekocht van een derde (of groepsmaatschappij) en deze verkoopt aan een SPV in het kader van een securitisatie, na dient te gaan of deze derde, voor zover hij betrokken was bij de kredietverstrekking, voldoet aan de criteria voor kredietverlening in art. 9 lid 1 Securitatieverordening. Zie hierover ook de toelichting van de EBA op art. 9 lid 3 in noot 40.

54. Art. 20(10), vierde paragraaf Securitatieverordening.

teit beschikt over een ervaren leiding.⁵⁵ Een ervaren leiding bestaat volgens de richtsnoeren uit minimaal twee bestuursleden en uit één leidinggevende die verantwoordelijk is voor de kredietverlening. De bestuursleden en de leidinggevende hebben allen op persoonlijke titel meer dan vijf jaar ervaring met verlening van kredieten die vergelijkbaar zijn met de gese­curitiseerde vorderingenportefeuille. Om vast te stellen of er sprake is van ervaren leiding kan worden gekeken naar (1) de kennis en kwaliteiten van de bestuurders en de leidinggeven­den ten aanzien van de kredietverlening, (2) de ervaring van de bestuurders en de leidinggeven­den opgedaan in eerdere posities, opleidingen en trainingen, (3) de betrokkenheid van de bestuurders en de leidinggeven­den bij de kredietverlening, en (4) of de entiteiten in de securitisatie over de juiste vergun­ning(en) beschikken. Het is aan de oorspronkelijke kredietver­strekker of initiator om aan te tonen dat aan deze richtsnoeren, en daarmee aan de Securitatieverordening, is voldaan. Hoewel de richtsnoeren een richting bepalen, blijft het vereis­te om over voldoende expertise te beschikken een open norm. De vraag of aan het expertisevereiste is voldaan, zal voornamelijk opspelen indien de entiteit korter dan vijf jaar actief is. Dit kan mogelijk leiden tot discussie met de toezichthouder die toezicht houdt op de naleving van de STS criteria en de STS kennisgeving.

Ook voor de entiteit belast met het dagelijks beheer van vorderingen in een securitisatie (*servicer*) geldt dat deze dient te beschikken over expertise met betrekking tot het beheer van vorderingen die vergelijkbaar zijn met de gese­curitiseerde vorderingenportefeuille.⁵⁶ De toelichting van de EBA Richtsnoeren ten aanzien van de oorspronkelijke kredietverstrekker en de initiator is ook van toepassing op de *servicer*.⁵⁷ In het geval de *servicer* korter dan vijf jaar actief is, geldt een extra vereiste: er dient sprake te zijn van een achtervanger, een *back-up servicer*. Deze back-up *servicer* dient wel vijf jaar of meer ervaring te hebben met het beheren van kredieten die vergelijkbaar zijn met de gese­curitiseerde vorderingenportefeuille. Dit is niet zonder gevolgen. Het betrekken van een back-up *servicer* leidt tot extra kosten voor de securitisatie.

4.3 Mitigatie van het renterisico

Voorts volgt uit de Securitatieverordening dat, om in aan­merking te komen voor de STS aanduiding, het renterisico uit hoofde van een securitisatie op een passende wijze moet zijn gemitigeerd (*appropriately mitigated*).⁵⁸ Het renterisico doet zich voor indien de rente die de SPV ontvangt op de gese­curitiseerde vorderingenportefeuille niet langer voldoende is om de rente op de obligaties te vergoeden.⁵⁹ De rente op de obliga-

ties is vaak een percentage dat wordt berekend aan de hand van een referentierente, zoals Euribor, plus een vaste marge, maar kan ook een vast percentage zijn. De rente op de lenin­gen kan variabel zijn, of de leningen kunnen een rentevastperi­ode hebben van bijvoorbeeld vijf, tien of twintig jaar. Het ren­tepercentage en de rentevastperiode zijn niet voor alle lenin­gen gelijk. Als de rente na afloop van een rentevastperiode lager is dan de rente die moet worden betaald op de obligaties, doet het risico zich voor dat de SPV niet aan alle rentebet­alingsverplichtingen onder de obligaties kan voldoen. Dit risico kan zich ook voordoen indien de rente op de obligaties toe­neemt.⁶⁰ De tot voor kort meest voorkomende manier om het renterisico te mitigeren betrof het aangaan door de SPV van een derivaat, de *swap agreement*, conform de door de Inter­national Swaps and Derivatives Association (ISDA) beschik­baar gestelde standaarddocumentatie. In het kader van een swap agreement betaalt de SPV aan de *swap counterparty* de rente die de SPV ontvangt op de gese­curitiseerde vorderingen­portefeuille plus eventuele andere renteopbrengsten, waar­onder boeterentes en de rente ontvangen op de bankrekening van de SPV, en een vaste marge (*excess spread*). Als tegenprestatie betaalt de swap counterparty aan de SPV een bedrag gelijk aan de rente op de obligaties op de eerstvolgende betaal­datum. Zo is de SPV altijd in staat om de rente op de obliga­ties te voldoen.

Uit de EBA Richtsnoeren volgt dat het aangaan van een deri­vaat een passende wijze is om het renterisico te limiteren. Andere methoden, bijvoorbeeld het aanhouden van een reser­vefonds, *overcollateralisation* (het nominale bedrag van de vorderingen dat aan de SPV is overgedragen, is groter dan de nominale waarde van de obligaties), of andere maatregelen kunnen ook passend zijn, mits voldoende robuust.⁶¹ Wat onder voldoende robuust moet worden verstaan, wordt niet toegelicht. In de Nederlandse securitisatiepraktijk zijn alterna­tieve methoden voor mitigatie van het renterisico steeds popu­lairder. In een aantal transacties wordt er gebruik gemaakt van een *interest rate cap provider*. De SPV betaalt de interest rate cap provider een vast bedrag aan het begin van de transactie. In ruil hiervoor neemt de interest rate cap provider de ver­plichting op zich om aan de SPV een bedrag te betalen gelijk aan de rente op de obligaties boven een bepaald percentage. Ter illustratie: in het geval de rente op de obligaties Euribor plus 0,50% is, kan de interest rate cap provider de verplichting op zich nemen om aan de SPV een bedrag te betalen voor zover Euribor boven 3,0% komt. Daarnaast kan een deel van de rente (bijvoorbeeld Euribor > 5,0%) worden achtergesteld bij andere betalingsverplichtingen van de SPV en kan er worden afgesproken dat de niet-nakoming van deze betalings­verplichting niet leidt tot wanprestatie door de SPV. Dit geldt alleen voor de hoogst gerangschikte obligaties. Op het

55. Onderdeel 4.4 van de EBA Richtsnoeren.

56. Art. 21 lid 8 Securitatieverordening.

57. Onderdeel 5.6 van de EBA Richtsnoeren.

58. Art. 21 lid 2 Securitatieverordening. Art. 20(1) geldt ook voor het valu­tarisico. Dit risico doet zich bij Nederlandse securitisaties niet of nauwe­lijks voor.

59. In de praktijk hoeft dit risico niet zo uit te pakken. Ook indien het rente­risico zich niet realiseert en de ontvangen rente hoger blijkt dan de te betalen rente, is er sprake van een theoretisch risico.

60. De referentierente kan toenemen of in de securitisatie kan zijn afgespro­ken dat de rente die de SPV op de obligaties dient te vergoeden na een aantal jaar substantieel hoger is. Dit zou dan een reden kunnen zijn voor de SPV om tot vroegtijdige aflossing van de obligaties over te gaan.

61. Onderdeel 5.1 van de EBA Richtsnoeren.

moment waarop de obligaties worden afgelost, kan de rente alsnog worden betaald, met dien verstande dat deze betaling in mindering wordt gebracht op de hoofdsom van de lager gerangschikte obligaties. Een andere methode die wordt ingezet om het renterisico te mitigeren, is het opnemen van een terugkoopverplichting voor de verkoper van de vorderingen. Deze verplichting houdt in dat de verkoper zodanige vorderingen dient terug te kopen, opdat de gemiddelde rente van de gesecuritiseerde vorderingenportefeuille niet onder een bepaald percentage zakt (net boven het percentage dat wordt vergoed op de obligaties). Tot slot wordt er in een aantal securitisaties in zijn geheel geen gebruik gemaakt van een risicolimiteringstechniek. In plaats daarvan wordt gesteld dat het renterisico voldoende is gemitigeerd gegeven de lange rentevastperiode van de gesecuritiseerde vorderingenportefeuille. Bij een lange rentevastperiode zouden de renteopbrengsten altijd voldoende moeten zijn om de rente op de obligaties te betalen. Betoogd zou kunnen worden dat een verwijzing naar een lange rentevastperiode pas effectief zou zijn, indien de rentevastperiode even lang is of langer dan de looptijd van de obligaties.⁶²

5 Toezicht op STS aanduiding

5.1 Kennisgeving en publicatie ESMA

Als de securitisatie voldoet aan de criteria in de Securitatieverordening mag de aanduiding STS worden gebruikt. De initiators of sponsors stellen ESMA en de bevoegde toezichthouder van een STS securitisatie op de hoogte door middel van het invullen en insturen van een template (de STS kennisgeving).⁶³ Deze STS kennisgeving omvat een uitleg over de wijze waarop is voldaan aan de individuele STS criteria, met een verwijzing naar de relevante passages in het prospectus waar de naleving kan worden geverifieerd. ESMA publiceert de securitisatie vervolgens in een lijst op haar website.⁶⁴ ESMA controleert niet of daadwerkelijk aan de STS criteria is voldaan, dit blijft een verantwoordelijkheid van de partijen zelf.

Bij de STS kennisgeving kan worden gemeld dat vervulling van de STS criteria is bevestigd door een derde partij waaraan krachtens de Securitatieverordening een vergunning is verleend.⁶⁵ Deze *third party verifiers* of *certification agents* zijn een soort rating agencies, die kunnen worden ingeschakeld om te bevestigen dat aan de STS criteria voldaan is. Een groot deel van de Nederlandse en Europese securitisaties met de STS aanduiding wordt thans geverifieerd door Prime Collateral-

sed Securities (PCS). PCS heeft een vergunning van de Britse en Franse bevoegde autoriteiten (de United Kingdom Financial Conduct Authority en de French Autorité des Marchés Financiers). Met deze vergunning kan PCS in heel Europa haar diensten aanbieden. Ook PCS publiceert op haar website een lijst met door haar geverifieerde STS securitisaties.⁶⁶ In Nederland houdt de Autoriteit Financiële Markten (AFM) toezicht op Nederlandse third party verifiers. Op dit moment staan nog geen derde partijen in het register van de AFM geregistreerd.

5.2 Toezicht op naleving STS criteria

De Securitatieverordening heeft rechtstreekse werking en hoeft niet te worden omgezet in de Nederlandse wet- en regelgeving. Wel dient aan een aantal bepalingen nationaal uitvoering te worden gegeven, onder andere ten aanzien van het toezicht op de naleving van de Securitatieverordening. Krachtens het gewijzigde Besluit uitvoering EU-verordeningen financiële markten houdt De Nederlandsche Bank N.V. (DNB) toezicht op de naleving van onder meer de STS kennisgeving.⁶⁷ In de praktijk betekent dit dat wanneer de initiator of sponsor ESMA op de hoogte heeft gesteld van een STS securitisatie, DNB binnen een (zelf te bepalen) periode bij ESMA zal aangeven of er bezwaren zijn tegen deze STS kennisgeving.⁶⁸ Het is onduidelijk of in het geval er sprake is van meerdere jurisdicties, bijvoorbeeld omdat de oorspronkelijke kredietverstrekker, de initiator en de SPV zijn gevestigd in andere landen, meerdere toezichthouders bevoegd zijn om de securitisatie te beoordelen. De Securitatieverordening biedt hiervoor wel ruimte.⁶⁹ Wanneer DNB van oordeel is dat aan één of meer van de STS criteria niet wordt voldaan, zal DNB de initiator of sponsor in de gelegenheid stellen om de securitisatie aan te passen, tenzij DNB de partijen nalatig acht of opzet vermoedt. In dat geval zijn ook sancties mogelijk.⁷⁰ De initiator en de sponsor dienen zelf ook doorlopend na te gaan of de securitisatie nog voldoet aan de STS criteria, en ESMA onverwijld in kennis te stellen als dit niet langer het geval is. Indien een securitisatie niet langer meer aan de STS criteria voldoet vervallen ook de gunstige prudentiële behandeling en de risicoweging voor de berekening van het toetsingsvermogen. Dit kan tot direct gevolg hebben dat de belegger in de securitisatie meer kapitaal dient aan te houden.

66. Zie pcsmarket.org/sts-verification-transactions/.

67. Art. 2 lid 1 onder x(1) van het Besluit uitvoering EU-verordeningen financiële markten, gewijzigd door het Besluit uitvoering en handhaving verordening securitisaties en wijzigingsverordening kapitaalvereisten securitisaties in werking (Stb. 2018, 484). DNB is reeds de bevoegde autoriteit onder de CRR Verordening.

68. Het streven van DNB is dit te doen binnen maximaal drie maanden na notificatie aan ESMA. Zie www.toezicht.dnb.nl/2/50-237623.jsp.

69. Krachtens art. 29 Securitatieverordening wordt het toezicht op de naleving van de STS criteria uitgeoefend door de bevoegde autoriteiten. Uit overweging 25 en 36 van de Securitatieverordening en art. 36 Securitatieverordening volgt dat de toezichthouders moeten samenwerken en hun toezicht moeten coördineren.

70. DNB kan een boete opleggen van de derde categorie, te weten maximaal € 5 miljoen. Zie Besluit uitvoering EU-verordeningen financiële markten.

62. Alleen indien zowel de te ontvangen rente als de te betalen rente van tevoren vaststaan, is er geen renterisico.

63. Art. 27 Securitatieverordening. Kennisgeving geschiedt door middel van het invullen en insturen van een template. Zie ook ESMA, Final Report: Draft RTS and ITS on STS Notification on Regulation (EU) no. 2017/2402, ESMA33-128-177, 16 juli 2018 en ESMA, Opinion: Amendments to ESMA's draft technical standards on disclosure requirements under the Securitisation Regulation, ESMA33-128-600, 31 januari 2019. Deze wijzigingen zijn doorgevoerd op verzoek van de Europese Commissie. De (aangepaste) RTS is nog niet aangenomen.

64. Zie www.esma.europa.eu/policy-activities/securitisation/simple-transparent-and-standardised-sts-securitisation.

65. Art. 28 Securitatieverordening.

6 Impact van nieuw securitisatieraamwerk in Nederland

In 2017 bereikte zowel het uitgiftevolume als het uitstaande bedrag van Nederlandse securitisaties een dieptepunt sinds de financiële crisis in 2007.⁷¹ Dat banken steeds vaker voor gedekte obligaties (*covered bonds*) kiezen in plaats van voor securitisaties heeft hier mede mee te maken. In 2018 nam het uitstaande bedrag voor het eerst weer toe en steeg met € 0,7 miljard (+1,4%) tot € 50,1 miljard. Dit kwam door nieuwe hypotheekaanbieders en doordat partijen die lange tijd niet hadden gesecuritiseerd, terugkeerden. Mogelijk had dit ook te maken met de wens van partijen om nog vóór het van kracht worden van de Securitatieverordening securitisaties te initiëren.

Het eerste kwartaal van 2019 – net na het van kracht worden van de Securitatieverordening – verliep stroef. Het aantal securitisaties liep achter op dezelfde periode in 2018. Het nog niet gefinaliseerd zijn van de templates van ESMA droeg hieraan bij.⁷² De markt herstelde zich vanaf het tweede kwartaal. De periode april-juli 2019 telt in totaal acht securitisaties, twee meer dan in dezelfde periode in 2018. De vraag is of kan worden gezegd dat de Securitatieverordening een positieve bijdrage levert aan de ogenschijnlijke opleving van de securitatie Markt. Op het eerste gezicht lijkt dit in Nederland wel het geval. Alle acht transacties voeren het predicaat STS.⁷³ Dit is boven verwachting en opmerkelijk, gezien de onzekerheid omtrent de kennisgeving, toepassing en uitleg van de Securitatieverordening en de potentiële sancties bij onjuiste toepassing.⁷⁴ Vergeleken met andere Europese landen is Nederland koploper in STS securitisaties met hypothecaire vorderingen als onderpand. Mogelijk heeft dit te maken met de al voor het van kracht worden van de Securitatieverordening deels gestandaardiseerde securitatie Markt in Nederland en dat de aanpassingen om te voldoen aan de STS criteria deels te overzien waren.

Of de trend van securitisaties met het STS predicaat in Nederland doorzet, valt te bezien. Onlangs is er politieke overeenstemming bereikt over een voorstel van de Europese Commissie – tevens in het kader van de CMU – voor een richtlijn met betrekking tot Europese gedekte obligaties (*covered bonds*).⁷⁵ De richtlijn zal voorzien in een gemeenschappelijke

definitie van de gedekte obligaties waaraan een EU-label voor gedekte obligaties mag worden verleend. Het is de bedoeling dat ook deze gedekte obligaties kunnen profiteren van een gunstige kapitaalbehandeling.⁷⁶ Mogelijk zijn deze obligaties voor beleggers aantrekkelijker dan obligaties in een STS securitisatie. Overigens is het wel zo dat het uitgeven van gedekte obligaties alleen voor banken een alternatief is voor een securitisatie en niet voor nieuwe hypotheekaanbieders die enkel beschikken over een vergunning voor het aanbieden van krediet.⁷⁷ Daarnaast geldt dat met ingang van 30 april 2020 voor de berekening van de LCR alleen securitisaties met een STS aanduiding kwalificeren als liquide activa. Dit maakt het weer aantrekkelijk om dergelijke securitisaties te initiëren.

Uit de Securitatieverordening volgt dat de Europese Commissie uiterlijk op 1 januari 2022 verslag doet aan het Europees Parlement en de Raad over de werking van de verordening.⁷⁸ In dit verslag zal aandacht worden besteed aan de werking van de markt voor securitisaties en de effecten voor de reële economie, een van de pijlers van de CMU. Gekeken wordt onder meer of het toetsingsvermogen dat is vrijgevalen ertoe heeft geleid dat de toegang tot financiering voor ondernemingen is vergroot.

7 Afsluiting

Securitisaties zijn financieringstransacties met verscheidene vermogensrechtelijke en prudentiële aspecten. Door middel van een securitisatie en een werkelijke overdracht van vorderingen worden illiquide activa omgezet in obligaties en kan toetsingsvermogen worden vrijgespeeld en mogelijk ook de liquiditeitspositie worden verbeterd. De Securitatieverordening en de CRR Wijzigingsverordening introduceren een kader voor *simple, transparent and standardised* securitisaties. Waar de verordeningen nog onduidelijkheden bevatten, geeft de EBA nadere duiding in richtsnoeren en aanvullende toelichting. Hoewel de verordeningen en de nadere duiding moeten leiden tot een uniforme en betrouwbare toepassing van het nieuwe securitatie raamwerk met zo min mogelijk verschillen tussen de lidstaten, is er op onderdelen nog ruimte voor meerdere interpretaties, bijvoorbeeld ten aanzien van de wijze waarop renterisico kan worden gelimiteerd. Aan het nieuwe raamwerk wordt nog volop gewerkt. Het is de verwachting dat de voorstellen van de EBA voor gedelegeerde verordeningen inzake homogeniteit en inzake risicobehoud op niet al te lange termijn van kracht zullen worden. De volgende stap is het van kracht worden van het nieuwe liquiditeitsdekkingsvereiste voor kredietinstellingen in april 2020. Hoewel het raamwerk nog niet is voltooid, kan, gezien het aantal STS securitisaties in de afgelopen drie kwartalen, worden gesteld dat het heeft geleid tot een herleving van de securitatie Markt en daarmee

71. Zie www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archief/Statistischnieuws2018/dnb373697.jsp.

72. Zie noot 63.

73. Zie de website van ESMA: www.esma.europa.eu/policy-activities/securitisation/simple-transparent-and-standardised-sts-securitisation en van PCS: pcsmarket.org/sts-verification-transactions/?num=1.

74. Zie fd.nl/beurs/1294997/obvion-doet-eerste-nederlandse-securitisatienieuwe-stijl. In Europa was er in het eerste kwartaal van 2019 nog sprake van een daling van het bedrag aan nieuwe securitisatieobligaties van 45% ten opzichte van het eerste kwartaal van 2018. Zie www.afme.eu/reports/data/details/securitisation-data-report-q1-2019.

75. Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende de uitgifte van gedekte obligaties en het overheidstoezicht op gedekte obligaties en tot wijziging van Richtlijn 2009/65/EG en Richtlijn 2014/59/EU.

76. Zie www.consilium.europa.eu/nl/press/press-releases/2019/02/27/capital-markets-union-political-agreement-reached-on-eu-framework-for-covered-bonds/.

77. Het gaat hier om de partij die de securitisatie initieert en niet zozeer om de belegger in de obligaties. Een vergunning van de AFM voor het aanbieden van krediet bestaat op grond van art. 2:60 Wft.

78. Art. 46 Securitatieverordening.

heeft bijgedragen aan het herstel van de reële economie, een van de doelstellingen van de CMU.