

Aanpassingen van de Capital Requirements Directive voor het originate-to-distribute-model bij securitisaties

mr. E.P.M. Joosen*

De kredietcrisis manifesteerde zich vanaf de zomer van 2007 in eerste instantie vooral in de subprime securitisatiemarkten in de Verenigde Staten en de gevolgen waaiden laat 2007 en begin 2008 over naar Europa en andere delen van de wereld. Dat leidde in het voorjaar van 2008 tot een reeks van rapporten en aanbevelingen van overheden en toezichthouders van de westerse landen waarin, onder meer, ter zake van securitisaties wijziging van de regelgeving werd bepleit. In deze studies wordt aandacht gevraagd voor de gevoeligheden van het zogenaamde originate-to-distribute-model bij securitisaties. Met name de onlangs per 2008 ingevoerde uitgangspunten van het Bazel II-akkoord zouden dienen te worden aangepast aan de 'lessons learnt' van de kredietcrisis. De Europese Commissie reageert snel, met een controversieel voorstel tot aanpassing van de Capital Requirements Directive dat in oktober 2008 wordt gepubliceerd. De in de consultatieronden van de zomer van 2008 op het Commissievoorstel geuite kritiek leidt slechts tot een minimale bijstelling in de uiteindelijke richtlijntekst. Deze lijkt ter zake van securitisaties in een aantal opzichten af te wijken van de in januari 2009 gepubliceerde voorstellen tot aanpassing van het Bazel II-akkoord. In dit artikel wordt ingegaan op de voorgestelde aanpassingen van de CRD ten aanzien van het originate-to-distribute-model bij securitisaties en de wijze waarop deze voorstellen afwijken van de voorgestelde aanpassing van Bazel II.

1. Inleiding

De wereldwijde markt voor securitisatietransacties is nagenoeg stilgevallen. Het gebrek aan vertrouwen in de kredietkwaliteit van securitisatieposities leidde in de zomer van 2007 tot de eerste terugtrekking van liquiditeit in de geldmarkten waarmee veel securitisatie-conduits en 'special investment vehicles' werden gefinancierd. Het was de start van de credit crunch die eerst in de Verenigde Staten en later in Europa en andere delen van de wereld leidde tot een neergang van de financiële markten. In de meeste analyses wordt daaraan de conclusie verbonden dat de beoordeling van risico's en de interne risicobeheersing van banken en andere onder toezicht staande instellingen heeft gefaald. Zo concludeerde de Senior Supervisor Group¹ in zijn rapport van 6 maart 2008 aan het Financial Stability Forum ('FSF')²:

'After an extended period of ample financial market liquidity and generally low credit spreads in many economies, the sharp loss in the value of subprime mortgages and related mortgage backed securities and the deterioration in investor appetite during the summer of 2007 led to broad and deep market distress. Because these and other innovative products had been created during the prior period of more benign market conditions, banks and securities firms had not observed how such products would behave during a significant market downturn and found their risk management practices tested to various degrees.'

Er is consensus dat de problematiek in de financiële markten ontstond, als gevolg van de agressieve verkooppraktijken voor hypotheeklen in de Amerikaanse woningmarkt.³ De zogenaamde 'underwriting policies' van aanbieders van subprime hypotheeklen, verlaagden de toetsingscriteria voor hypothecaire financiering zodanig, dat dit leidde tot het verstrekken van financiering aan debiteuren waarvan de kredietwaardigheid discutabel was. Mede door de sterke stijging van de variabele rente en de neergang in de waarde van woninglen ontstonden betalingsproblemen. Dit leidde in de loop van het voorjaar van 2007 tot een cascade van problemen in portefeuilles subprime hypotheeklen. Deze werden veelal (indirect) gehouden door investeerders die een hoge kwaliteit van de door hen gehouden posities veronderstelden. Na de markten voor subprime hypotheeklen ontstonden ook gevolgen voor securitisaties van activa met een betere kwaliteit en gestructureerde financieringen. Op de rol van

* Bart Joosen is advocaat te Amsterdam.

1. De Senior Supervisor Group is de werkgroep van toezichthouders van de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk, Frankrijk, Duitsland en Zwitserland.
2. Het Financial Stability Forum is de samenwerking tussen nationale banken en (sommige) effectenmarkttoezichthouders van een aantal westerse en Aziatische landen, alsmede van de belangrijkste internationale overlegorganisaties en commissies voor de financiële sector. Een volledig overzicht is te vinden op de website van de Bank for International Settlements, penvoerder van het FSF. Zie: www.bis.org.
3. Zie paragraaf I 'Underlying causes and weaknesses' van Enhancing Market and Institutional Resilience (rapport van het FSF van 6 april 2008), p. 4 e.v., te downloaden op www.bis.org.

credit rating agencies op dit vlak en andere aspecten van de kredietcrisis wordt elders in dit nummer⁴ stilgestaan. In dit artikel wordt voornamelijk ingegaan op de maatregelen die worden voorgesteld in het kader van het zogenaamde 'originate-to-distribute'-model bij securitisaties.

2. Overdracht van (krediet-)risico

2.1 Kredietrisicovermindering als bestendig gebruik in de bancaire sector

2.1.1 Bazel I adresseerde nauwelijks innovatieve kredietrisicovermindering

Het verminderen van het kredietrisico dat een bank loopt op een cliënt of een groep van cliënten is een verschijnsel dat al zo oud is als het professioneel bankieren zelf. Banken zullen ter versterking van hun positie in het kader van het tot stand komen van een krediet ten eerste vooral zoeken naar zekerheden die de debiteur zelf zal dienen te geven. In het kader van het beheersen van de bankbalans, zoeken banken bovendien voortdurend naar andere methoden om opgelopen risico's in hun bedrijf te spreiden of te verminderen door het aangaan van transacties met derden. Het verdelen van (sub-)participaties van bedrijfsleningen in een bankensyndicaat komt onder andere voort uit die drijfveer. Ook het zoeken naar een verbetering van de kredietwaardigheid van de desbetreffende debiteur door het verkrijgen van garanties van derden die een betere kredietwaardigheid hebben dan de hoofdschuldenaar, bijvoorbeeld overheids garanties, is hier een voorbeeld van.

Het Eerste Bazels Kapitaalakkoord van 1988 ('Bazel I')⁵ was gericht op het creëren van een consensusmodel, en bevatte rudimentaire regels voor de kwantitatieve weging van genomen risico's indien banken zekerheden verkregen van de hoofdschuldenaar en voor het geval banken in dit verband tot het aangaan van transacties met derden overgingen. Deze kwantitatieve wegingregels komen er op neer, dat aan bancaire activa een bepaald risicogewicht wordt toegekend uitgedrukt in een percentage van de nettopositie van de desbetreffende activa. Het aldus berekende bedrag wordt opgenomen in de noemer van de solvabiliteitsratio. De teller van die ratio bestaat uit het verliesabsorberend (eigen) vermogen van de bank. De uitkomst van die berekening dient ten minste 8% te bedragen.

Vóór de vaststelling van Bazel I bestonden er geen uniforme internationale regels in het solvabiliteitstoezicht voor het toepassen van instrumenten voor de vermindering van risico's. Deze uniforme regeling die wereldwijd tot acceptatie zou moeten leiden, was gericht op het verbeteren van de concurrentiepositie van banken die zich in een internationale omgeving bewogen.

Bazel I was in zijn aard een compromis dat gezichtspunten van toezichthouders afkomstig uit verschillende continenten diende te verenigen. De regels van Bazel I waren vooral gericht op het vaststellen van de grootste gemene deler ten aanzien van primaire concepten in het bankieren, maar het akkoord bevatte nog nauwelijks een reflectie op de effecten van het verminderen van kredietrisico bij het toepassen van innovatieve technieken, zoals bijvoorbeeld securitisaties. De securitisatiemarkt was overigens ten tijde van het vaststellen

van Bazel I nog nauwelijks relevant voor de banken op het Europese continent. Met name werden die transacties sinds de jaren zeventig van de vorige eeuw toegepast in de Verenigde Staten en bestond er medio jaren tachtig in het Verenigd Koninkrijk een min of meer aanzienlijke markt van securitisaties van vorderingen gedekt door hypotheekleningen. Bazel I is dan ook volkomen stil over de effecten van securitisaties voor het solvabiliteitsbeslag.

2.1.2 De ontwikkeling van securitisatiemarkten in Europa

Na de vaststelling van Bazel I en implementatie hiervan in de regelgeving van de Europese Gemeenschap nam het fenomeen securitisaties in continentaal Europa in belang toe. De paradox is, dat deze transacties in eerste instantie met name werden uitgevoerd door banken in Europese landen (vooral geschiedde dit in Frankrijk) die als gevolg van introductie van de nieuwe regels van het solvabiliteitstoezicht als gevolg van Bazel I, het risico liepen niet aan de nieuwe solvabiliteitsnorm van 8% te kunnen voldoen. Risicogewogen activa (vooral vorderingenportefeuilles) werden omgeruild voor contante middelen die een neutraal effect hadden voor het kredietrisico. Securitisiatetransacties in de eerste jaren waarin de prille markt zich in continentaal Europa ontwikkelde, kenden dan ook met name het motief om tot verbetering van solvabiliteitsbeslag van reguliere bankactiva te komen. Naderhand werden securitisaties door banken vaker toegepast als financieringsbron van nieuwe kredietproducten. Dit model wordt het zogenaamde 'originate-to-distribute'-model ('OTD-model') genoemd.

In het OTD-model is de financiering op publieke of onderhandse markten door securitisatie van in het eigen bedrijf of in andermans bedrijf verkregen vorderingen op consumenten van financiële producten een belangrijk element. Daarbij zijn er twee 'typen' spelers op de markt actief.

Ten eerste gaat het om de banken (maar ook andere financiële ondernemingen), die voor de financiering van nieuwe (hypotheek-)producten die aan consumenten worden verkocht bestaande vorderingenportefeuilles inbrengen in (programma's van) securitisiatetransacties. Na verkoop en overdracht van de bestaande vorderingen door de bank die deze in het bedrijf verwierf (de 'initierende bank') aan het securitisatie special purpose vehicle, geeft deze obligaties uit die op de openbare kapitaalmarkten worden geplaatst. De opbrengst van deze emissie strekt tot financiering van de koopprijs aan de initierende bank die deze contante middelen als funding gebruikt voor nieuwe kredieten.

Ten tweede kan het gaan om banken die vorderingenportefeuilles van andere oorspronkelijke aanbieders (bijvoorbeeld een bank met een hypotheekbedrijf) kopen om deze vervolgens in eigen securitisiatieprogramma's onder te brengen. In het tweede model is er nauwelijks een relatie tussen de bank die de portefeuilles vorderingen verwerft en securitiseert en de achterliggende debiteuren van de vorderingen die in de

4. M.G. van 't Westeinde 'De kredietcrisis: gevolgen voor de credit rating agencies binnen de EU'.

5. International convergence of capital measurement and capital standards, juli 1988, te downloaden op www.bis.org.

securitisatie zijn ondergebracht. Deze banken worden eveneens 'initierende bank' genoemd.

De Nederlandse securisatiemarkt die medio jaren negentig van de vorige eeuw ontstond is met name gedreven door het financieringsmotief. Nederlandse banken hadden, gezien de van oudsher gezonde solvabiliteit, nauwelijks behoefte aan het toepassen van securitisatie als instrument ter ondersteuning van de vereiste minimumsolvabiliteit. Hoewel in ons land de securisatiemarkt relatief laat tot bloei is gekomen zijn Nederlandse banken en andere Nederlandse financiële ondernemingen mede door een succesvolle ontwikkeling van het OTD-model begin jaren 2000 één van de belangrijkste Europese spelers op de securisatiemarkt geworden. Mede door de zorgvuldige structurering, de discipline van initierende banken en doordat de Nederlandse regelgeving strikte eisen stelt aan de kredietwaardigheid van afnemers van (hypothec-)producten⁶, wordt de kredietkwaliteit van in Nederland uitgegeven securisatie-obligaties (met name de zogenaamde residential mortgage backed securities, 'RMBS') op de internationale kapitaalmarkten zeer hoog ingeschat.⁷

2.1.3 De verwerking van regels voor securitisatie in het Bazel II-akkoord

Een van de belangrijke hoofdstukken van het in 2006 definitief vastgestelde Tweede Bazels Kapitaalakkoord ('Bazel II')⁸ betrof de uitgebreide aandacht voor de innovatieve technieken die banken toepasten om tot overdracht of vermindering te komen van het kredietrisico van posities die banken aanhielden. Een belangrijk uitgangspunt van Bazel II is, dat securitisaties behoren tot de normale bedrijfsvoering van banken bij de financiering en het beheersen van kredietrisico's. Het leidde tot tal van aanbevelingen om tot een geharmoniseerde benadering te komen van securitisaties bij de (kwantitatieve) wegingen (Pillar 1) die dienen te worden gemaakt van gesecuritiseerde activa. Deze regels komen er, grosso modo, op neer dat een vorderingenportefeuille die is ondergebracht in een securitisatie, in de regel uitgesloten kan worden van de weging voor de berekening van de solvabiliteitsratio. De activa zijn, met andere woorden, voor regulatorische doeleinden niet meer relevant. Voor banken die investeren in securisatieposities, gelden regels betreffende het (verminderde of verhoogde) kredietrisico dat aan deze posities verbonden is.

Daarnaast is er ook uitvoerige aandacht voor de wijze waarop de risicobeheersing door banken dient te worden opgezet (Pillar 2) voor securisatieposities die door banken werden gekocht en securitisaties die werden geïnitieerd door banken. De mate waarop deze risicobeheersingmaatregelen toereikend zijn, vormt dan onderwerp van de discussie met de toezichthouder over de door de bank gehanteerde uitgangspunten en de daaruit voortvloeiende solvabiliteitsberekening. Indien de toezichthouder meent dat de getroffen maatregelen niet toereikend zijn, kan dat leiden tot een aanwijzing tot verbetering of tot een verplichting tot het verhogen van de solvabiliteit.⁹

Het is dit beginsel van Bazel II, dat ten aanzien van initierende banken is verwoord in artikel 95 van de Herziene Richtlijn Banken¹⁰, dat luidt als volgt:

'1. Als een aanzienlijk deel van het aan de gesecuritiseerde posities verbonden kredietrisico door de initierende kredietinstelling, overeenkomstig de voorwaarden van bijlage IX, deel 2, is overgedragen, mag deze kredietinstelling

- (a) In geval van een traditionele securitisatie de door haar gesecuritiseerde posities buiten de berekening van risicogewogen posities en – indien van toepassing – van de verwachte verliesposities laten; en
- (b) In geval van een synthetische securitisatie de risicogewogen posities en – indien van toepassing – de verwachte verliesposities voor de gesecuritiseerde posities op basis van bijlage IX, deel 2, berekenen.'

Dit voorschrift is in de Nederlandse wet- en regelgeving geïmplementeerd in artikel 84 van het Besluit prudentiële regels Wft ('Bpr').¹¹ De uitgebreide nieuwe regeling voor securitisaties in de Nederlandse wetgeving als gevolg van de implementatie van Bazel II en de daaruit voortvloeiende voorschriften van de Herziene Richtlijn Banken, vormde een bevestiging van de noodzaak van een uitgebreid raamwerk in de regelgeving voor het prudentiële toezicht, om de inmiddels in vliegende vaart ontwikkelde securisatiepraktijk voor banken te accommoderen. In 2004 had de Nederlandse regelgever, anticiperend op de regelgeving als gevolg

-
- 6. Te denken valt bijvoorbeeld aan de Gedragscode Hypothecaire Financieringen die als zelfregulering is vastgesteld door de branche van hypotheekverstrekkers, zie hiervoor www.nvb.nl.
 - 7. Zie bijvoorbeeld het rapport van Standard & Poors over de prestaties van bestaande Nederlandse RMBS transacties en enkele nieuwe transacties die in Nederland zijn geïnitieerd, ook in het moeilijke jaar 2008: Dutch RMBS Index Report Q32008 – Performance remains robust in Q3 2008 (rapport van Standard & Poors), publicatiedatum 12 januari 2009.
 - 8. International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A revised framework – Comprehensive version, aanbevelingen van het Bazels Comité voor Banktoezichthouders, compilatie van de kapitaalakkoord elementen van juli 2006, raadpleegbaar op www.bis.org/publ/bcbs128.htm.
 - 9. Zie hierover uitgebreid: M.G. van 't Westeinde, 'Solvabiliteitsvereisten onder de Wet op het financieel toezicht en de Implementatie van het Bazel 2 Akkoord', hoofdstuk 8 in: Onderneming en Financieel Toezicht (Serie Onderneming en Recht, deel 40), p. 201 e.v., uitgave vanwege het Onderzoekcentrum Onderneming & Recht.
 - 10. Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 12 juni 2006 betreffende de toegang tot en de uitoefening van werkzaamheden door kredietinstellingen (herschikking), PBEU van 30 juni 2006 L 177 zoals aangepast bij Richtlijn 2007/44/EG, Richtlijn 2007/64/EG en Richtlijn 2008/24/EG.
 - 11. Besluit van 12 oktober 2006 houdende prudentiële regels voor financiële ondernemingen die werkzaam zijn op de financiële markten, *Stb.* 2006, 519 als laatst gewijzigd door het Besluit van 18 december 2008, houdende herstel van technische gebreken in algemene maatregelen van bestuur op grond van de wet op het financieel toezicht, het Besluit fondsen en spaarregelingen, het Besluit implementatie kapitaalakkoord Bazel 2 en het uitvoeringsbesluit Wet ter voorkoming van witwassen en financieren van terrorisme (Reparatiebesluit Wft), *Stb.* 2008, 581, inwerkingtreding 1 januari 2009, *Stb.* 2008, 582.

van Bazel II, reeds een gedetailleerd raamwerk gecreëerd in de vorm van richtlijnen van De Nederlandsche Bank ('DNB') voor het solvabiliteitstoezicht.¹² Dit raamwerk is per 1 januari 2007 vervangen door de regeling van de Wet op het financieel toezicht, het Bpr en toezichthouderregels en -beleid van DNB.

2.2 (Krediet-)risico-overdracht en de kredietcrisis

2.2.1 De kritische houding van overheden en toezichthouders ten aanzien van securitisaties

Noch Bazel I, noch Bazel II stonden in eerste instantie in het licht van crisisbestrijding of incidentbestrijding. Daarin is als gevolg van de kredietcrisis een grote verandering gekomen, waarbij de benadering van de toezichthouders en overheden is gekanteld naar een kritische houding ten aanzien van productinnovatie en de effectiviteit van (interne) beheersing van risico's in de financiële sector. Het is deze gewijzigde houding die de komende tijd zal leiden tot een heroriëntatie van enkele uitgangspunten in het toezicht op banken en andere spelers in de financiële markten.

Naast de aandacht voor de rol van banken en andere onder toezicht staande instellingen als verschafter van liquiditeitsfaciliteiten en andere aspecten van het toepassen van securitisaties, wordt in de diverse studies van internationale organisaties over de credit crunch uitdrukkelijk ook aandacht gegeven aan de gevoeligheden van het OTD-model.

In het tweede rapport van het Joint Forum over Credit Risk Transfer ('CRT') van april 2008, wordt de volgende constatering gedaan:

'The broadening of securitisation activity to new asset classes such as ABS and leveraged loans went hand in hand with a growing use of an 'originate to distribute' business model at some of the largest banks and securities firms. These firms can profit from originating, structuring and underwriting CRT in a wider range of asset classes. They can earn fees while not having to hold the associated credit risk or fund positions over an extended time period. Investors also played a role in the broadening of securitisation by seeking out higher-yielding investments in newly securitised asset classes, including in ABS, CDOs and CLOs. Strong investor demand for high-yielding securitisation exposures meant that banks and securities firms could originate (or purchase), structure, and distribute credit exposures that investors were willing to take on but that banks might have deemed too risky to hold on their own balance sheets for an extended period.'¹³

Daarbij wordt in de internationale studies geconstateerd dat bij de vormgeving van securitisatietransacties door banken en andere instellingen die vorderingen verpakken in dergelijke transacties, zowel door de investerende banken als de initiërende banken te weinig aandacht werd gegeven aan de toetsing van de risico's die werden of dienden te worden overgedragen als gevolg van securitisatietransacties. Een belangrijke constatering in dit verband is gerelateerd aan de zorgvuldigheid die werd betracht bij de toetsing van de kwaliteit van de onderliggende activa die in de securitisatie werden betrokken en meting van de (daadwerkelijke)

nakoming van de onderliggende verplichtingen door de debiteuren wier vorderingen werden gesecuritiseerd. In het rapport van april 2008 van het FSF, wordt daarbij geconstateerd:

'Originators, arrangers, distributors and managers in the originate-to-distribute (OTD) chain had insufficient incentives to generate and provide initial and ongoing information on the quality and performance of underlying assets. High demand by investors for securitised products weakened the incentives of underwriters and sponsors to maintain adequate underwriting standards.'¹⁴

2.2.2 De respons van het Bazels Comité voor Banktoezichthouders van januari 2009

In het langverwachte antwoord van het Bazels Comité voor Banktoezichthouders ('Bazels Comité') op de problematiek in de financiële markten als gevolg van de kredietcrisis, wordt eveneens op dit punt ingegaan. In januari 2009 publiceert het Bazels Comité het consultatiedocument 'Proposed enhancements to the Basel II framework'¹⁵, waarin tal van aanbevelingen worden gedaan voor de aanpassing van het Bazel II-akkoord om de als gevolg van de kredietcrisis in de praktijk geconstateerde knelpunten te adresseren. Over de problematiek rondom het originate-to-distribute-model, constateert het Bazels Comité in het hoofdstuk betreffende Pillar 2 (Supervisory review):

'11. Rapid growth in any business activity can present banks with significant risk management challenges. This was the case with the expanded use of the "originate-to-distribute" business model, off-balance sheet vehicles, liquidity facilities and credit derivatives. The originate-to-distribute model and securitisation can enhance credit intermediation and bank profitability, as well as more widely diversify risk. Managing the associated risks, however, poses significant challenges. Indeed, these activities create exposures within business lines, across the firm and across risk factors that can be difficult to identify, measure, manage, mitigate and control. This is especially true in an environment of declining market liquidity, asset prices and risk appetite. The inability to properly identify and measure such risks may lead to unintended risk exposures and concentrations, which in turn can lead to concurrent losses arising in several businesses and risk dimensions due to a common set of factors.'¹⁶

2.2.3 De (overhaaste) reactie van de Europese Commissie

De door het FSF en het Bazels Comité gedane constateringen zijn uiteraard in haar algemene bewoordingen geschre-

12. Zie hierover: W. Ruys, 'De regeling van De Nederlandse Bank NV inzake solvabiliteit bij securitisatie', *TvE* 2004-5, p. 81.
13. Credit Risk Transfer (rapport van het Joint Forum), april 2008, p. 7. Raadpleegbaar op www.bis.org.
14. Enhancing Market and Institutional Resilience, t.a.p., p. 8.
15. Consultative document *Proposed enhancements to the Basel II framework* (Basel Committee on Banking Supervision), gepubliceerd op 15 januari 2009 op www.bis.org.
16. *Proposed enhancements to the Basel II framework*, t.a.p., p. 11.

ven voor de internationale markten en er dient van land tot land te worden bekeken, in hoeverre de praktijk ook daadwerkelijk leidde tot de gesignaleerde knelpunten in het risicobeheer. Niet is gezegd, dat de hierboven gesignaleerde problematiek in ieder opzicht ook voor Nederland relevant is. Niettemin krijgen de aanbevelingen van het FSF in Europa relatief snel navolging in voorstellen die in oktober 2008 door de Europese Commissie worden gelanceerd, na een tweetal in de zomer van 2008 georganiseerde consultatieronden. Deze voorstellen zijn geïncorporeerd in een van de aanbevolen aanpassingen van de Herziene Richtlijn Banken en de Herziene Richtlijn Kapitaaltoereikendheid¹⁷ (hierna: 'CRD' of 'Herziene Richtlijn Banken' indien uitsluitend over die richtlijn wordt gesproken).

Deze voorstellen zullen zodra de voorgestelde aanpassingen van de CRD zijn aangenomen door de Europese Raad en het Europees Parlement ook leiden tot aanpassing van de Nederlandse wetgeving. Hieronder wordt ingegaan op de voorgestelde wijzigingen in de CRD voor het originate-to-distribute-model en wordt tevens ingegaan op de wijze waarop deze aanpassingen compatibel zijn met de aanbevelingen die het Bazels Comité naderhand heeft gedaan. De voorstellen van de Europese Commissie en het Bazels Comité adresseren voorts een aantal onderwerpen dat tevens in verband staat met securitisaties, zoals de weging van het kredietrisico van door banken verstrekte liquiditeitsfaciliteiten aan securitisatie-conduits en de weging van het kredietrisico van securitisatie van securitisatieposities ('re-securitisation'). Op deze andere voorstellen zal in dit artikel niet worden ingegaan.

3. Achtergrond van de voorgestelde wijzigingen in de CRD

3.1 Motieven tot aanpassing van de CRD

De noodzaak om tot een vierde¹⁸ aanpassing van de CRD te komen¹⁹ vloeit voort uit een tweetal motieven. *Ten eerste* stond een reeks van onderwerpen op de agenda, waarvan de Europese Commissie het niet noodzakelijk vond dat deze meteen bij vaststelling van de Richtlijn in 2006 in definitieve teksten zouden worden neergelegd. Ten aanzien van de desbetreffende onderwerpen dienden eerst nog adviezen te worden ingewonnen en overleg met de markspelers te worden gevoerd. Dit inwinnen van adviezen en organisatie van consultatie vonden in 2005 en 2006 plaats, ruim voordat de kredietcrisis ontstond. Hierbij gaat het met name om de aanpassingen van de bepalingen van de Richtlijn betreffende (i) het concentratierisico in verband met 'grote posten', (ii) de aanpassingen betreffende hybride kapitaalinstrumenten en (iii) aanpassingen betreffende het toezicht op banken (in internationaal verband) om tot een betere crisisbeheersing te komen door het instellen van bepaalde colleges van toezichthouders. Deze onderwerpen worden in dit artikel niet besproken.

Ten tweede vloeide een motief voort uit de rapportering van het FSF in april 2008 aan de G7 landen over de oorzaken van de kredietcrisis en de aanbevelingen om tot verbetering van het toezicht te komen.²⁰ Deze nieuwe elementen van het voorstel tot aanpassing van de Herziene Richtlijn Banken zijn vooral gerelateerd aan de regeling van securitisatie en

risicobeheersing. Het is met name op deze onderwerpen dat in dit artikel nader wordt ingegaan.

3.2 Consultatieronden over aanpassingen van CRD in de zomer van 2008

Kort na de vergadering van de G7 ministers van Financiën en centrale banken medio april 2008 werd op 16 april 2008 het eerste concept van een voorstel tot aanpassing van de CRD²¹ ('Eerste Consultatie Document') door de Europese Commissie gepubliceerd in de eerste consultatieronde betreffende het voorstel. Deze consultatieronde ving aan op 16 april 2008 en eindigde op 16 juni 2008. Vanuit Nederland is een uitgebreide inbreng geweest van de Nederlandse Vereniging van Banken²² en van ING.²³ In de reactie van de Nederlandse Vereniging van Banken wordt naast de andere onderwerpen die onderdeel uitmaakten van de consultatie, eveneens aandacht gevraagd voor het in dit artikel uitgebreid te bespreken voorstel van de Europese Commissie betreffende de risico-overdracht bij securitisaties. Het is met name op dit punt dat er veel weerstand komt uit de sector. In de zomer van 2008 is door de Europese Commissie dan ook een tweede consultatieronde georganiseerd die zich specifiek richtte op de voorstellen tot aanpassing van de regeling voor securitisaties ('Tweede Consultatie Document'). De consultatieronde eindigde op 18 juli 2008 en leverde een vijftigtal reacties op van marktparticipanten en nationale overheden. Voor Nederland werd gereageerd door het Mi-

17. Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 12 juni 2006 inzake de kapitaaltoereikendheid van beleggingsondernemingen en kredietinstellingen (herschikking) *PbEU* van 30 juni 2006 L 177.
18. De drie andere aanpassingen sinds de vaststelling van Richtlijnen 2006/48/EG en 2006/49/EG zijn verwerkt bij Richtlijn 2007/44/EG, Richtlijn 2007/64/EG en Richtlijn 2008/24/EG.
19. Tegelijkertijd met aanpassing Richtlijn 2006/48/EG vindt ook een aanpassing plaats van Richtlijn 2006/49/EG betreffende de kapitaaltoereikendheid van banken en beleggingsondernemingen. Deze aanpassingen zijn technisch van aard en zullen hier niet verder worden besproken.
20. Het eerdergenoemde rapport van het FSF *Report on Enhancing Market and Institutional Resilience* aangeboden aan de vergadering van G7 ministers van Financiën en centrale banken van 12/13 april 2008.
21. Directive of the European Parliament and of the Council amending Directives 2006/48/EC and 2006/49/EC as regards banks affiliated to central institutions, certain own funds items, large exposures, supervisory arrangements, and crisis management, COM/2008/602/3 van oktober 2008, te downloaden via http://ec.europa.eu/internal_market/bank.
22. Brief van 11 juni 2008, kenmerk BR764 en een bijlage bevattende een mark up van het Commissievoorstel, te downloaden via http://ec.europa.eu/internal_market/bank.
23. Brief van 29 mei 2008 van ING Capital Management en een bijlage bevattende een mark up van het Commissievoorstel, te downloaden via http://ec.europa.eu/internal_market/bank.

nisterie van Financiën²⁴ en door Clifford Chance.²⁵ De wijze waarop door de Europese Commissie met de diverse aanbevelingen is omgegaan, wordt hierna in detail besproken. De voorgestelde wijzigingen betreffende de securitisatiebepalingen van de CRD worden neergelegd in een nieuwe paragraaf 7 (*Exposures to transferred credit risk*), van Hoofdstuk 2 van de CRD, waarin een nieuw artikel 122a van de Herziene Richtlijn Banken wordt voorgesteld. De desbetreffende aanpassing wordt in considerans punt (15) bij de Richtlijn als volgt verantwoord:

‘It is important to remove misalignment between the interest of firms that ‘re-package’ loans into tradable securities and other financial instruments (originators) and firms that invest in these securities or instruments (investors). It is therefore important for originators to retain exposure to the risk of the loans in question. In particular where credit risk is transferred by securitisation, investors should make their decisions only after conducting thorough due diligence, for which they need adequate information about the securitisations.’

3.3 Voorstellen betreffende aanpassing van de CRD voor securitisaties

De nieuwe bepalingen van de Herziene Richtlijn Banken komen in het kort op het volgende neer:

- *Ten eerste* wordt aan ‘originators’ en aan (als bank geregeleerde) investeerders in securitisatieposities de verplichting opgelegd dat de originator een substantieel netto economisch risico behoudt van ten minste 5%. Met andere woorden, de risico-overdracht mag niet verder gaan dan 95% van de volledige onderliggende portefeuille vorderingen of andere waarden die worden gesecuritiseerd en leidt derhalve tot een gemaximeerde risico-overdracht in het kader van de zogenaamde ‘kwantitatieve vereisten’ voor het berekenen van de risicoweging van activa en het daaruit voortvloeiende solvabiliteitsbeslag;
- *Ten tweede* worden aan banken die investeren in securitisatieposities verhoogde eisen gesteld aan de due diligence die dient te worden uitgevoerd voorafgaand aan de verwerving van de positie, waarbij er een uitgebreide regeling komt van de toetsingselementen waaraan een dergelijk onderzoek dient te voldoen. Daarbij worden verhoogde eisen gesteld aan de zorgvuldige risicoanalyse over de risico’s die binnen de in te brengen portefeuille bestaan ten tijde van (i) de securitisatie en (ii) daarna. Omtrent deze risicobeoordeling dient de originerende bank te allen tijde aan de toezichthouder en aan de investeerders in de gesecuritiseerde posities rekening en verantwoording af te kunnen leggen.
- *Ten derde* worden aan initiërende banken verhoogde eisen gesteld ten aanzien van de wijze waarop posities worden gecreëerd die naderhand in een securitisatie worden ondergebracht, waarbij ‘underwriting-criteria’ non-discriminatoire dienen te worden toegepast.

Op het in het eerste punt weergegeven voorstel tot aanpassing van de Herziene Richtlijn Banken wordt in paragraaf 4

ingegaan. Op het tweede en derde punt volgt een nadere beschouwing in paragraaf 5. In elk van de hierna volgende paragrafen, zal voorts stilgestaan worden bij de vraag in hoeverre deze overeenstemmen met de voorstellen die het Bazels Comité heeft gedaan in het in januari 2009 gepubliceerde consultatiedocument ‘Proposed enhancements to the Basel II framework’.

4. Wijzigingen in de in aanmerking komende risico-overdracht van securitisatieposities

4.1 Achtergrond van artikel 122a, eerste lid Herziene Richtlijn Banken

In een nieuw artikel 122a, eerste lid van de Herziene Richtlijn Banken, wordt door de Europese Commissie een, fel bekritiseerd, voorstel gedaan tot het opleggen van zogenaamde ‘kwantitatieve eisen’ aan de overdracht van risico’s bij securitisaties. In het voorstel wordt beoogd een prikkel in te bouwen bij de initiërende bank om de nodige zorgvuldigheid te betrachten bij het selecteren van de activa die in een securitisatie wordt ingebracht en de structurering van deze transactie. Deze prikkel bestaat erin dat de initiërende bank niet tot voor het volledige bedrag van de in te brengen activa kan overgaan tot uitzondering van de activa voor de risicoweging en voor de berekening van de ten aanzien van die activa te verwachten verliezen, doch een belangrijk risico ten aanzien van die activa zelf dient te blijven dragen, ook al worden deze activa ingebracht in een securitisatie.

Met dit voorschrift beoogt de Europese Commissie het gepercipieerde onzorgvuldige gedrag door initiërende banken ten aanzien van securitisaties te bestrijden. Dat gedrag zou hebben bijgedragen aan een minder zorgvuldig beheer en beleid ten aanzien van vorderingenportefeuilles waarvan het voornemen bestond om deze, conform het OTD-model, in een securitisatie onder te brengen. De drijfveer voor dit gedrag zou er in bestaan dat ná overdracht van de vorderingenportefeuille het daarin vertegenwoordigde risico niet meer de zorg is van de initiërende bank.

Er is ten aanzien van maximaal toegelaten risico-overdracht van securitisatieposities een belangrijk verschil tussen de invalshoek die de Europese Commissie koos in het Eerste Consultatie Document en die in het Tweede Consultatie Document. In het Eerste Consultatie Document, stelde de Europese Commissie nog voor om de desbetreffende materie neer te leggen in een aanpassing van paragraaf 2 van artikel 95 van de Herziene Richtlijn Banken. Zoals hierboven toegelicht, wordt in artikel 95 van deze richtlijn geregeld, in hoeverre, en onder toepassing van welke voorwaarden, banken die vorderingenportefeuilles securitiseren, de kredietrisico’s verbonden aan deze vorderingenportefeuilles mogen uitsluiten van de risicoweging voor activa en van de

24. Notitie *Dutch comments on the commission proposal on incentives in the originate-to-distribute business model* (ongedateerd en zonder kenmerk) te downloaden via http://ec.europa.eu/internal_market/bank.

25. Brief van 18 juli 2008 *CRD Potential Changes on Securitisation*, kenmerk Paris-1/954 314/08 te downloaden via http://ec.europa.eu/internal_market/bank.

berekening van de verwachte verliezen, in het kader van de berekening van de minimum solvabiliteit.

In het *Eerste Consultatie Document* werd door de Europese Commissie voorgesteld om het hierboven aangehaalde artikel 95 van de Herziene Richtlijn Banken aan te passen dat zich richt op initiërende banken (derhalve banken die als originator van een portefeuille vorderingen opereren of die dergelijke portefeuilles in de markt verwerven met het oog op een securitisatie). Het voorstel komt er op neer dat in aanvulling van de berekeningsmethoden voor securitisatieposities die door de originerende bank worden aangehouden, wordt bepaald dat steeds 15% van de te securitiseren risico's zou worden behouden door de initiërende bank. Van belang is in dit verband ook te wijzen naar de criteria voor de risico-overgang, zoals opgenomen in Bijlage IX van de Herziene Richtlijn Banken, welke een nadere uitwerking vormen van het beginsel opgenomen in artikel 95 van de Herziene Richtlijn Banken. Het *Eerste Consultatie Document* veronderstelde derhalve dat de gewenste risicoverdeling tussen initiërende bank en de bank als investeerder in securitisatieposities, moest worden geplaatst in de context van de vraag óf de gewenste risico-overdracht zou plaatsvinden.

In het *Tweede Consultatie Document* verandert echter de in steek van de Europese Commissie. Artikel 95 van de Herziene Richtlijn Banken (dat zich richt tot de initiërende bank) blijft in dit voorstel ongewijzigd. In het nieuw geïntroduceerde artikel 122a van de Herziene Richtlijn Banken, wordt de aandacht gericht op regulering van de positie van de bank die investeert in securitisatieposities. De tekst van het eerste lid van het nieuwe artikel 122a van de Herziene Richtlijn Banken luidt:

'1. A credit institution shall only be exposed to the credit risk of an obligation or potential obligation or a pool of obligations or potential obligations where it was not involved in directly negotiating, structuring and documenting the original agreement which created the obligations or potential obligations, if:

(a) the persons or entities that directly negotiated, structured and documented the original agreement with the obligor or potential obligor;

or alternatively and where applicable,

(b) the persons or entities that manage and purchase such obligations or potential obligations directly or indirectly on behalf of the credit institution,

have issued an explicit commitment to the credit institution to maintain, on an ongoing basis, a material net economic interest and in any event not less than 5 per cent in positions having the same risk profile as the one that the credit institution is exposed to.'

Deze bepaling geeft in vrije vertaling een norm die zich richt tot de kredietinstelling (bank) die investeert in door een ander te verkopen posities in securitisatie (obligaties) die niet betrokken is geweest bij de directe onderhandeling,

structurering en documentatie van de overeenkomst met de (onderliggende) debiteur van de vorderingen of toekomstige vorderingen. Daarbij wordt bepaald dat deze kredietinstelling niet mag worden blootgesteld aan het kredietrisico van vorderingen of (toekomstige) vorderingen of een geheel van vorderingen, tenzij:

'(a) personen of instellingen die betrokken zijn bij de directe onderhandeling, structurering en documentatie van de overeenkomst met de (onderliggende) debiteur van de vorderingen of toekomstige vorderingen;

of, voor zover van toepassing,

(b) personen of instellingen die de desbetreffende vorderingen of (toekomstige) vorderingen ten behoeve van de desbetreffende investerende kredietinstelling beheren of kopen,

een expliciete verplichting aangaan jegens de investerende kredietinstelling dat ten minste een belangrijk²⁶ vijf procent (5%) netto economisch risico wordt behouden door de in (a) of (b) genoemde personen of instellingen in posities die een gelijkwaardig risicoprofiel kennen als de positie waaraan de investerende kredietinstelling is blootgesteld.'

Tussen de tekst van het *Tweede Consultatie Document* en het definitieve voorstel van oktober 2008 is er één aanmerkelijk verschil te constateren, namelijk dat in het consultatiedocument nog een eis stond van ten minste 10% van het achter te houden risico door de initiërende kredietinstelling. In het definitieve voorstel is een en ander geherformuleerd tot de huidige tekst: 'a material net economic interest and in any event not less than 5 per cent in positions'. Voor het overige zijn, op een enkel niet inhoudelijk verschil na, de teksten van het *Tweede Consultatiedocument* en het definitieve voorstel gelijkkluidend.

4.2 Risicoretentie als prikkel voor zorgvuldig beheer van risico's

Risico-overdracht zou in dit voorstel, ingaande 1 januari 2011²⁷, slechts partieel mogen geschieden, om te bevorderen dat de initiërende bank eigen risicobeheersingprocedures blijft toepassen op de portefeuille die in de securitisatietransactie wordt ingebracht. Dit voorschrift beoogt dus een stimulans te creëren dat de initiërende bank bij risico-overdracht niet te eenvoudig overgaat tot het afscheiden van risico's in de door haar gehouden portefeuilles en deze risico's verlegt naar partijen die zich van dit risico wellicht minder bewust zijn.

Het voorschrift van artikel 122a van de Herziene Richtlijn Banken veronderstelt dat de investerende bank en de initië-

26. De concept richtlijn tekst gaat uit van 'material', hetgeen zich laat vertalen als hetzij 'zich verwezenlijkend' hetzij als 'belangrijk' ter kwalificatie van het feit dat de achtergehouden positie belangrijk genoeg moet zijn (namelijk ten minste 5%) om de 'originator' voldoende in de wind te zetten. Ik hou het op de laatste genoemde uitleg.

27. Zie het voorgestelde art. 122a lid 3 Herziene Richtlijn Banken.

rende bank een rechtstreekse overeenkomst sluiten ter zake van de retentie van het 5% netto economisch risico door de initiërende bank. In praktisch opzicht zal een dergelijke overeenkomst slechts gesloten kunnen worden ten aanzien van de onderhands bij de investerende bank te plaatsen securitisatieposities. Het zou een hele balanceeract met zich meebrengen om op dit vlak een verplichting voor de initiërende bank te creëren ten aanzien van de uitgifte aan het publiek van de obligaties, hoogste in rang, van de securitisatietransactie.

Dit voorstel leunt overigens dicht aan tegen de bestaande praktijk, waarbij initiërende banken die een securitisatietransactie aangaan reeds, in het kader van de versterking van het risicoprofiel van de in de securitisatie ingebrachte portefeuilles (*credit enhancement*), in sommige gevallen participeren in het risicovolle gedeelte van de op de markt te plaatsen obligaties, bijvoorbeeld door de koop van de meest achtergestelde tranches van de obligaties die door het securitisatievehikel worden uitgegeven of door het accepteren dat betaling door het securitisatievehikel van een gedeelte van de koopprijs voor de over te dragen vorderingen wordt uitgesteld in ruil voor bepaalde prikkels.²⁸

Er zijn echter ook aanmerkelijke verschillen tussen de wijze waarop de transacties in de bestaande praktijk worden vormgegeven en het voorstel van artikel 122a van de Herziene Richtlijn Banken. In de bestaande praktijk is van een directe contractuele relatie tussen investerende bank en initiërende bank op het vlak van risicoretentie, voor zover ik kan overzien, geen sprake. Credit enhancement leidt tot contractuele afspraken tussen het securitisatie special purpose vehicle en de initiërende bank, bijvoorbeeld doordat de initiërende bank in de overeenkomst tot koop en verkoop van de vorderingenportefeuilles afspreekt dat betaling van een termijn van de verschuldigde koopprijs wordt uitgesteld. De contractuele band tussen de initiërende bank en het special purpose vehicle komt bijvoorbeeld voort tot uitdrukking in de voorwaarden van de tranche obligaties met het meest achtergestelde karakter die door de initiërende bank worden afgenomen.

4.3 Kritiek op het voorgestelde artikel 122a Herziene Richtlijn Banken

De vraag is, of de Europese Commissie met dit voorstel voor artikel 122a, eerste lid van de Herziene Richtlijn Banken, de materie van risico-overdracht in het kader van securitisaties niet té zeer compliceert. Er is, *ten eerste*, geen duidelijke samenhang te vinden tussen de bepalingen van artikel 95, de in Bijlage IX opgenomen criteria die dienen te worden nageleefd om tot een daadwerkelijke risico-overdracht te kunnen concluderen en het bepaalde in het nieuwe artikel 122a waarin een volledige risico-overdracht niet meer mag plaatsvinden, doch waarbij de initiërende bank ten minste 5% van het risico dient achter te houden. In de inbreng van Clifford Chance op het Tweede Consultatie Document is deze zorg over het gebrek aan compatibiliteit van de diverse voorschriften ook te lezen.²⁹ Overigens wordt deze zorg vooral gekoppeld aan de consequenties van deze nieuwe regel voor de toepassing van de accountantsstandaarden (IFRS) en de zogenaamde 'derecognition' van activa voor de (commerciële) balans van de bank. Naar mijn mening moet men

zich, los van de vraag of de voorgestelde regel van artikel 122a van de Herziene Richtlijn Banken nog wel verenigbaar is met de IFRS-regels, ook zorgen maken of dit voorschrift überhaupt verenigbaar is met de criteria van Bijlage IX van de Herziene Richtlijn Banken.³⁰

Een *tweede punt van kritiek* betreft de kwestie van het 'morele risico'. Gesteld wordt dat een rechtstreekse afspraak tussen investerende bank en initiërende bank ook het risico met zich meebrengt, dat de limitering van de risicoretentie tot 5%, in moeilijke omstandigheden ook zou kunnen leiden tot het passeren van de 5%-grens. Met andere woorden de initiërende bank zou, nu deze zich toch al verbonden heeft jegens de investerende bank, makkelijker gedwongen voelen om in dat geval nog meer risico naar zich toe te trekken, zodat van een 'clean risk transfer' geen sprake meer zal zijn.³¹ Een van de meest significant uitgesproken kritiepunten op het commissievoorstel, betreft echter vooral de vraag in hoeverre dit nieuwe voorschrift verenigbaar zal zijn met de regelgeving die in andere landen buiten de Europese Unie voor deze materie geldt. Met andere woorden, zal een Europese bank die een securitisatie initieert aan dezelfde criteria worden onderworpen als een bank in (om maar een paar van de belangrijke landen met securitisatiepraktijken te noemen) de Verenigde Staten, Japan, Canada of Zwitserland? Een vergelijking met de regels die door het Bazels Comité in het consultatiedocument 'Proposed enhancements to the Basel II framework' worden voorgesteld, leert dat van een harmonisatie van de daarin voorgestelde regels en die van de nieuwe bepaling van artikel 122a van de Herziene Richtlijn Banken geen sprake is. Het Bazels Comité richt zich ter zake van het formuleren van nieuwe (en verzwaarde) kwantitatieve regels in 'Pillar 1' vooral op de zogenaamde re-securitisations.

28. Zie: A. Jobst, 'The information economics of securitisation', in: *The Securitisation Conduit*, 2003, p. 2, waarin hij dit mechanisme als volgt beschrijft: 'One possibility of credit enhancement, for instance, would be if the sponsoring bank of the CLO transaction retains the most junior tranche, which attracts the highest layer premium from adverse selection, as first loss position (credit enhancement) to cover all expected default loss of the underlying reference portfolio, and possibly accepts further stakes in subsequent tranches of higher seniority (second loss position). In return for credit enhancement as well as the loan origination and servicing functions the sponsor of the transaction appropriates whatever return is to be had from the securitisation net of prior claims by issued debt securities. That is, the gain from securitisation lies in the residual spread between the yield from underlying loans and the interest and non-interest costs of the conduit, net of any losses on pool assets covered by credit enhancement.'

29. Brief van 18 juli 2008 *CRD Potential Changes on Securitisation*, t.a.p., p. 3, derde gedachtestreepje.

30. Ik lees in het door het Nederlandse Ministerie van Financiën ingebrachte commentaar, min of meer dezelfde zorg, ook al is de tekst van dit commentaar niet geheel helder. Zie: *Notitie Dutch comments on the commission proposal on incentives in the originate-to-distribute business model*, t.a.p., p. 1.

31. Zie hiervoor opnieuw: het commentaar van het Ministerie van Financiën: *Dutch comments on the commission proposal on incentives in the originate-to-distribute business model*, t.a.p., p. 1.

Het voorgestelde aangepaste Bazel II-regime richt zich derhalve op een beperkt gedeelte van de securitisatiemarkt, namelijk de gestructureerde transacties waarin posities die zijn gecreëerd in een traditionele securitisatie als onderliggende zekerheid worden gebruikt voor het uitgeven van nieuwe obligaties of andere instrumenten, terwijl het voorgestelde artikel 122a van de Herzene Richtlijn Banken zich richt op een veel bredere groep van transacties, inclusief een traditionele securitisatie.³² Met andere woorden, de Europese Commissie richt zijn pijlen op een veelheid aan transacties, waarvan bij invoering van dit voorschrift van artikel 122a vast zal komen te staan dat deze niet langer op gelijke wijze gestructureerd zullen kunnen worden als vergelijkbare transacties in landen die niet tot de Europese Unie (of EER) behoren.³³

5. Verdere voorstellen van de Europese Commissie in verband met het OTD-model

5.1 De wijzigingen betreffende risicobeheersing door investerende banken

In het vierde en vijfde lid van het voorgestelde nieuwe artikel 122a van de Herzene Richtlijn Banken, wordt nader ingegaan op de risicobeheersingmaatregelen die een bank die investeert in securitisatieposities dient te nemen, vooreerst tot verwerving van deze posities over te gaan en gedurende de looptijd dat deze posities worden gehouden. De voorstellen voor de invulling van deze risicobeheersingmaatregelen komen er op neer dat de *investerende bank* in een schriftelijk beleid procedures dient vast te leggen voor het analyseren en permanent monitoren van:

- de in artikel 122a, eerste lid bedoelde risicoretentie door de initiërende bank;
- de risicokarakteristieken van iedere afzonderlijke securitisatiepositie;
- de risicokarakteristieken van de onderliggende waarden (bijvoorbeeld de vorderingen op hypothecaire geldnemers) die in een securitisatiestructuur zijn ingebracht;
- de 'reputatie' en de ervaring ten aanzien van verliezen in securitisatietransacties die in het verleden door de desbetreffende initiërende bank naar de markt zijn gebracht;
- de verklaringen die zijn verleend door de initiërende banken en de sponsorbanken ten aanzien van het onderzoek dat is verricht naar de debiteuren van de onderliggende waarden die in de securitisatie worden ingebracht en ten aanzien van de kwaliteit van de door deze debiteuren verschaftte zekerheden;
- voor zover van toepassing, de waarderingsuitgangspunten en -methoden van de zekerheden die de nakoming van de schulden van de debiteuren verzekeren (bijvoorbeeld taxatierapporten ten aanzien van hypothecaire zekerheden). Ook dient getoetst te worden in welke mate de onafhankelijkheid van een onafhankelijke taxateur is gewaarborgd; en
- alle structurele elementen van de securitisatie die de nakoming van de verplichtingen jegens de investerende bank kunnen beïnvloeden. In dit verband zullen investerende banken 'stress tests' ontwikkelen die regelmatig worden toegepast en deze stress tests worden onafhankelijk van de vergelijkbare tests door de rating agencies uitgevoerd. Deze stress tests worden uitgevoerd op basis

van informatie die door de initiërende bank wordt verschaft.

In de regeling staat de veronderstelling centraal dat de investerende bank een zelfstandig onderzoek zal dienen in te stellen naar de vormgeving en uitgangspunten van de securitisatietransactie en de onderliggende waarden (de vorderingenportefeuille) die daarin worden ingebracht. Een dergelijk zelfstandig onderzoek dient te worden verricht los van de beoordeling van de zogenaamde 'credit rating' die aan de in de securitisatietransactie uitgegeven obligaties is toegekend. Ook zal de initiërende bank een afzonderlijk programma dienen te voeren voor het uitvoeren van zogenaamde 'stress tests', los van vergelijkbare tests die door de rating agencies worden uitgevoerd.

In het vijfde lid van artikel 122a van de Herzene Richtlijn Banken staan ten overvloede de factoren die in beschouwing dienen te worden genomen bij het instellen van het voorafgaande onderzoek en de permanente monitoring van de securitisatieposities die worden genomen. Met name wordt daarbij aandacht gegeven aan de meting van prestaties van de onderliggende waarden (vorderingenportefeuilles) die in de securitisatietransactie zijn ingebracht, waaronder de (i) achterstallige betalingen door de debiteuren waarvan de vorderingen zijn gesecuritiseerd, de (ii) 'default rates', met andere woorden de verhouding die wordt berekend tussen de goed presterende vorderingen en slecht presenterende vorderingen, (iii) de 'pre-payment rates', dat wil zeggen de waarden betreffende vervroegde aflossingen en (iv) de diversificatie van de vorderingenportefeuille.

De sancties die de Europese Commissie verbindt aan het ontbreken van de in het vierde en vijfde lid opgesomde risicobeheersingmaatregelen zijn gerelateerd aan de mogelijkheden voor de investerende bank, om een lager risicogewicht toe te kennen aan de securitisatiepositie in verband met de 'hoge kredietkwaliteit' van dergelijke posities. Ontbreken de risicobeheersingmaatregelen, of schieten deze tekort, dan wordt aan de securitisatiepositie het hoogste risicogewicht toegekend. Met andere woorden, het is voor de investerende bank dan economisch niet verantwoord om een dergelijke securitisatiepositie te verwerven.

Het voorstel van de Europese Commissie leunt dicht aan tegen de aanbevelingen van het Bazels Comité in het in januari 2009 gepubliceerde consultatiedocument *Proposed enhancements to the Basel II framework*. Daarin wordt name-

32. In het commentaar van Clifford Chance wordt de vrees uitgesproken dat door de ruime formulering van het voorgestelde art. 122a Herzene Richtlijn Banken, zelfs bijvoorbeeld over te dragen participaties uit een gesyndiceerde lening onder het bereik van dit voorschrift zouden kunnen vallen, zie: brief van 18 juli 2008 *CRD Potential Changes on Securitisation*, t.a.p., p. 2, tweede liggende streepje.

33. Zie de rapportages van de 'groep van 30', de Amerikaanse strategie-groep onder leiding van Paul Volker die op 15 januari 2009 een reeks aanbevelingen doet in het rapport *Financial Reform: A Framework for Financial Stability*. Een van de aanbevelingen is om aanpassingen van de regelgeving en toezicht op wereldwijde schaal door te voeren en niet over te gaan tot een fragmentering van de maatregelen. Zie voor een samenvatting: www.economist.com/finance.

lijk voorgesteld om vier specifieke nieuwe paragrafen toe te voegen aan het Bazel II-raamwerk, paragrafen 565 (i) tot en met (iv), betreffende de regeling voor banken die blootgesteld zijn aan 'securitisation exposures'. Een securitisatie-exposure is bijvoorbeeld het hebben van een positie in obligaties van een securitisatie special purpose vehicle. Dergelijke banken dienen een onafhankelijk onderzoek in te stellen vooraleer de securitisatiepositie wordt verworven en, nadat de positie is verworven, dient er een permanente monitoring plaats te vinden.³⁴

Het voorstel van het Bazels Comité is nagenoeg identiek aan de tekst van het vijfde lid van het nieuw voorgestelde artikel 122a van de Herziene Richtlijn Banken. De voorstellen van de Europese Commissie in het vierde en vijfde lid van artikel 122a en de voorstellen van het Bazels Comité zijn complex voor de toekomstige inrichting van de securitisatietransacties. Met name geldt dit ten aanzien van de noodzakelijke vormgeving van de contractuele relatie tussen investerende bank en initiërende bank. Tussen beide partijen zal een uitgebreide onderlinge contractuele verhouding moeten worden gesloten, om de initiërende bank in staat te stellen de beoogde risicobeheersingmaatregelen uit te voeren. Deze veronderstellen namelijk dat de initiërende bank de investerende bank bij voortdurend van informatie voorziet over tal van aspecten betreffende de securitisatietransactie waarin de investerende bank posities aanhoudt. Het kan niet anders dan dat invoering van dit voorschrift gevolgen zal hebben voor de markt voor korte termijn investeringen door banken in securitisatieposities (bijvoorbeeld investeringen voor in het handelsboek van banken). Gezien de strenge eisen aan de door de investerende bank te verzorgen zelfstandige due diligence, zal het ondoenlijk zijn om hieraan te voldoen indien posities voor korte termijn worden verhandeld.

Ten aanzien van de voorstellen van de Europese Commissie is het werkingsbereik duidelijk. In lid 8 van het nieuwe artikel 122a van de Herziene Richtlijn Banken wordt bepaald, dat de risicobeheersingmaatregelen van kracht dienen te zijn, vanaf de datum van vaststelling van de nieuwe richtlijn bepaling ten aanzien van bestaande posities in securitisaties, en ten aanzien van nieuwe posities in nieuwe securitisatietransacties of substitutie van activa in bestaande securitisatietransacties. Anders dan voor het voorschrift van artikel 122a lid 1 van de Herziene Richtlijn Banken is er derhalve sprake van onmiddellijke werking van de in leden 4 en 5 opgenomen regelingen, ook ten aanzien van bestaande securitisatietransacties. Voor de door het Bazels Comité voorgestelde maatregelen, is het werkingsbereik afhankelijk van de wijze waarop deze voorstellen worden verwerkt in de regeling van de diverse landen die Bazel II implementeerden. Overigens is dit gedeelte van de voorstellen van het Bazels Comité, zoals hiervoor geconstateerd, nagenoeg identiek aan de eerdere voorstellen van de Europese Commissie van oktober 2008. De gevolgen voor de Nederlandse regelgeving zullen dus afhankelijk zijn van het tijdstip waarop de wijzigingen van de Herziene Richtlijn Banken zullen worden vastgesteld en de uiterste datum van implementatie. Overigens is op dit onderdeel van de voorstellen van de Europese Commissie waaromtrent de consultatieronden in

de zomer van 2008 waren georganiseerd, nauwelijks kritiek uitgeoefend. Er is uit alle reacties op de consultatienota's van de Europese Commissie af te leiden, dat er een breed gedragen steun is voor het invoeren van dergelijke aanvullingen op het toezichtinstrumentarium. Of deze steun ook in een breder internationaal verband kan worden genoteerd, zal blijken uit de reacties op het consultatiedocument van het Bazels Comité van januari 2009, waarvan de consultatie sluit in april 2009. Met name zal het interessant zijn om te zien hoe vanuit Amerikaanse zijde op deze voorstellen zal worden gereageerd.

5.2 Explicitering van de risicobeheersingmaatregelen door initiërende banken

De voorstellen van de Europese Commissie richten zich ook tot de initiërende bank, namelijk de bank die de securitisatietransactie structureert en bevordert dat de obligaties die door het securitisatie special purpose vehicle worden uitgegeven op de markt worden geplaatst. Deze voorgestelde regelingen zijn opgenomen in leden 6 en 7 van het nieuwe artikel 122a van de Herziene Richtlijn Banken en betreffen (i) transparantieplichtingen en (ii) een aanwijzing voor het acceptatiebeleid ('underwriting criteria') voor kredieten die (op den duur) worden ondergebracht in een securitisatietransactie.

De transparantieplichtingen voor de initiërende bank zijn ondergebracht in het zevende lid van artikel 122a van de Herziene Richtlijn Banken, waarin een logische spiegelbeeldige bepaling is opgenomen voor de ondersteuning van de onderzoekverplichtingen van leden 1, 3 en 4 die op de investerende banken worden opgelegd. Immers, de investerende bank mag geen securitisatiepositie verwerven die een verminderde risicoweging verkrijgt (met andere woorden: de investerende bank mag aan de securitisatiepositie geen hoge kredietkwaliteit toekennen), indien deze zich niet heeft vergewist van (i) de retentie van de risico door de initiërende bank en (ii) van de kwaliteit van de onderliggende activa die in de securitisatie zijn ingebracht. Om de investerende bank in staat te stellen deze risicobeheersing maatregelen te treffen, zal de initiërende bank de noodzakelijke informatie op dit vlak openbaar dienen te maken. Niet duidelijk is of dit openbaarmakingvoorschrift dient te leiden tot publicatie van deze gegevens, of dat de informatie op basis van bilaterale overeenkomsten aan (potentiële) investeerders ter beschikking mag worden gesteld. Het voorschrift van lid 7 van de nieuwe bepaling van artikel 122a van de Herziene Richtlijn Banken spreekt in de eerste zin ten eerste over 'shall disclose to investors' wat op publicatie lijkt te doelen, maar in volgende zinsdelen wordt bepaalde dat 'investors shall

34. Zie: *Proposed enhancements to the Basel II framework*, t.a.p., p. 5 en voor de plaatsing in het Bazel II-akkoord de passages opgenomen in: *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A revised framework – Comprehensive version*, t.a.p., p. 125-126.

have readily available access' wat meer op een bilaterale regeling duidt.³⁵

Het tweede voorschrift van artikel 122a van de Herziene Richtlijn Banken dat zich richt tot de initiërende bank, betreft de acceptatieprocedures ten aanzien van afnemers van kredieten. In het zesde lid wordt bepaald dat een initiërende bank bij de acceptatie van kredieten die in een OTD-model worden (of mogelijkkerwijs zullen worden) ondergebracht in een securitisatie-transactie, dezelfde criteria dient te hanteren als kredieten die door de bank zelf zullen worden gehouden. De regels voor goedkeuring van kredieten, het oversluiten van kredieten, aanpassing van de voorwaarden en herfinanciering dienen voor beide typen kredieten (de kredieten die worden verkocht aan securitisatievehikels en kredieten die op het eigen boek worden aangehouden) gelijkkluidend te zijn.

Met dit voorschrift beoogt de Europese Commissie te benadrukken, dat banken het securitisatie-instrument niet mogen aanwenden voor het creëren van kredieten die een 'mindere kredietkwaliteit' bezitten dan de kredieten die de bank zelf op eigen boek zal aanhouden. Het voorschrift is erop gericht om initiërende banken te dwingen dezelfde zorgvuldigheid te betrachten en niet te discrimineren tussen posities waarvan het risico conform het OTD-model aan derden zal worden overgedragen en posities waarvan het risico zelf zal worden gedragen. Het voorschrift tracht met andere woorden een antwoord te geven op de geconstateerde praktijk dat securitisaties hebben bijgedragen aan een verminderde waakzaamheid bij kredietacceptatieprocedures, vooral bij kredieten die worden verstrekt aan debiteuren met een lagere kredietwaardigheid of kredieten waarvan de zekerheden van mindere kwaliteit zijn.

In de voorstellen van het Bazels Comité ziet men geen duidelijke regels voor de kredietacceptatieprocedures en de verschillen die zouden kunnen bestaan in de procedures voor de 'eigen' kredieten en die voor kredieten die in het OTD-model worden gesecuritiseerd. Uiteraard ligt het expliciteren van de problematiek gevoelig, mede in verband met de verwijten die zo nu en dan worden gericht aan het adres van initiërende banken en andere aanbieders van kredieten in de Amerikaanse markt. In het Bazels Comité zetelt ook de Amerikaanse toezichthouder op de bancaire industrie en niet mag worden uitgesloten, dat een al te expliciete verwijzing naar verlaagde zorgvuldigheid bij kredietacceptatie ten aanzien van kredieten die in een OTD-model toch zouden worden gesecuritiseerd, onhaalbaar is gebleken om tot een aanpassing van het Bazel II-akkoord te komen. De conclusie die hieraan verbonden moet worden, is dat de Europese regelgeving op dit vlak sterk zal afwijken van de overigens in Bazel II-landen aan te nemen regelgeving, waarin explicitering van een met artikel 122a, zesde lid van de Herziene Richtlijn Banken vergelijkbaar voorschrift zal ontbreken. Overigens verbindt de Europese Commissie een forse consequentie aan de schending van de verplichtingen van leden zes en zeven van artikel 122a van de Herziene Richtlijn Banken. De sanctie is, dat het bepaalde van artikel 95 van de Herziene Richtlijn Banken (zie hiervoor voor een meer gedetailleerde bespreking) niet mag worden toegepast. Met andere woorden, de securitisatietransactie zal dan niet het gevolg hebben dat overdracht van het kredietrisico plaats-

vindt en voor de in de securitisatie ingebrachte vorderingen of andere activa zal de initiërende bank solvabiliteit moeten aanhouden.

6. Slotbeschouwingen

Na het verschijnen van het rapport van het FSF 'Enhancing Market and Institutional Resilience' in april 2008, was duidelijk dat er een aanzienlijke aanpassing zou komen van onderdelen van de regelgeving voor de financiële sector als antwoord op de crisis die sinds de zomer van 2007 was ontstaan. In het rapport van het FSF is uitvoerig aandacht gegeven aan de problematiek in de securitisatiemarkten en de kwetsbaarheden van het OTD-model. Een nadere uitwerking van de aanbevelingen van het FSF in concrete regelgeving liet niet lang op zich wachten. Als eerste komt het voorstel van de Europese Commissie tot aanmerkelijke verandering van de bepalingen van de Herziene Richtlijn Banken ter zake van securitisaties. In januari 2009 volgt het Bazels Comité met een voorstel voor een lijvige aanvulling van het Bazel II-akkoord, met name op het vlak van de regels voor securitisaties.

De voorstellen van de Europese Commissie en die van het Bazels Comité kennen grote overeenkomsten, maar ook grote verschillen. De overeenkomsten houden vooral verband met de verbeteringen die door banken die in securitisatieposities investeren dienen te worden doorgevoerd. Investerende banken dienen een onafhankelijk onderzoek in te stellen naar de kredietkwaliteit van securitisatieposities en zich bij het nemen van beslissingen over het verwerven en vervreemden van de posities niet alleen te baseren op de weging die door credit rating agencies aan dergelijke posities wordt gegeven. Op deze wijze wordt door de toezichthouders en de overheid bepleit, dat een grotere zorgvuldigheid wordt betracht bij het overdragen van risico's in portefeuilles vorderingen en andere activa die in de securitisatiemarkten verschuiven van de initiërende banken naar investeerders. De consequentie van deze voorschriften is, dat er ook een uitbreiding van de due diligence vereisten wordt bepleit, waarbij niet alleen de initiërende bank zorg draagt voor toetsing van de kwaliteit van de activa die in de transactie worden ingebracht en verificatie daarvan door de rating agencies, maar ook een zelfstandig onderzoek is vereist door de investerende bank, die zich niet alleen mag baseren op de

35. Het verschil tussen openbaarmaking en bilaterale afspraak is mogelijkkerwijs ook vanuit Nederlands civielrechtelijk oogpunt relevant. Gezien de grote mate van detail van de aan (potentiële) investeerders te verschaffen informatie over de onderliggende activa (vorderingenportefeuilles) die in securitisatietransacties worden ingebracht, kan men zich de vraag stellen, of, indien openbaarmaking het uitgangspunt is, een en ander niet zou kunnen kwalificeren als de mededeling van de cessie van de vorderingen als bedoeld in art. 3:94 lid 1 BW. Immers, een publicatie van de gegevens die de initiërende bank uit hoofde van het bepaalde in art. 122a Herziene Richtlijn Banken ter beschikking moet stellen, gaat zo ver dat het voor eenieder, en derhalve ook de debiteuren van die vorderingen, duidelijk moet zijn welke vorderingen in welke securitisatie zijn ondergebracht. De in art. 3:94 BW bedoelde mededeling is immers vormvrij.

werkzaamheden van de initiërende banken en rating agencys.

Er is ook een aantal aanmerkelijke verschillen te bespeuren in de voorstellen van de Europese Commissie en die van het Bazels Comité. Deze verschillen behelzen, *ten eerste*, de kwantitatieve eisen die worden gesteld aan de retentie van risico's door de initiërende bank, waarbij van een volledige overdracht van het kredietrisico ten aanzien van de in de securitisatie ingebrachte activa geen sprake meer kan zijn. *Ten tweede* betreft het verschil de aandacht voor de kredietacceptatiecriteria die door de initiërende bank worden gehanteerd. Deze criteria moeten non-discriminatoir zijn ten aanzien van kredieten die worden verstrekt en die in securitisatietransacties worden ingebracht en kredieten die op de eigen bankbalans blijven staan.

Ongetwijfeld gaan de voorstellen van de Europese Commissie en die van het Bazels Comité tot aanpassingen van de regelgeving in Nederland leiden. Over de invoeringsdatum van deze nieuwe regels is nog niet veel te zeggen.³⁶ De vraag is, of de voorstellen van oktober 2008 van de Europese Commissie nog zullen worden aangepast en gericht op de aanbevelingen die het Bazels Comité heeft gedaan, of dat de Europese Commissie aanpassing van de CRD richtlijn doorzet, zonder de discussies in internationaal verband naar aanleiding van het rapport over aanpassing van het Bazel II-akkoord af te wachten.³⁷

Een belangrijke constatering is, dat overheden en toezichhouders die betrokken zijn bij de herziening van de regelgeving voor securitisaties, uitgaan van een herleving van de securitisatiemarkten. Daarbij worden de fundamenten van het risico-overdracht-model dat sinds de opkomst van de securitisatiemarkten is ontwikkeld, onder meer in het Bazel II-akkoord, niet ter discussie gesteld. De voorstellen tot aanpassing van de regelgeving zijn ook te zien als een uitdrukking van de zorg van overheden en toezichhouders, dat de financiële markten door het veelvuldig gebruik van gestructureerde producten en securitisaties en het succes van het OTD-model, wellicht overhaast en onnauwkeurig te werk zijn gegaan bij het lanceren van nieuwe structuren en nieuwe transacties. Wie de schoen past trekke hem aan, en de nieuwe voorschriften die op ons afkomen zijn wellicht niet in ieder opzicht relevant voor de Nederlandse praktijk. Die kent van oudsher een solide reputatie als het gaat om zorgvuldigheid bij structurering van (securitisatie-)transacties en de kwaliteit van (conservatieve) kredietverstrekking. Niettemin waren er de laatste jaren ook ontwikkelingen in ons land waarneembaar, waarbij de markten opgeschoven naar acceptatie van structuren en transacties die niet in alle opzichten pasten in het beleid en zorgvuldigheid die gebruikelijk was in de Nederlandse markt. De nieuwe regelgeving zal met name consequenties hebben voor dergelijke structuren en transacties, die in de toekomst minder eenvoudig zullen zijn te realiseren wanneer de nieuwe regelgeving in werking treedt.

36. In het factsheet FII/2008/0191 van 12 november 2008 gaat de Europese Commissie uit van een inwerkingtreding in 2010.

37. De kans dat het voorstel van de Europese Commissie ter zake van art. 122a lid 1 Herzene Richtlijn Banken als gevolg van de beraadslagingen in het Europees Parlement zal worden teruggedraaid, is uiterst klein. Eerder valt een aanscherping ter verwachten gezien het elfde amendement, een voorstel tot het verhogen van het percentage van 5% naar 10%, dat op 27 november 2008 door de rapporteur van het Economic and Monetary Affairs Committee van het Europees Parlement is ingebracht. Ten tijde van het sluiten van de kopij voor dit artikel was er nog geen verder nieuws op het vlak van het wetgevingsproces.