

Securitising sovereign bonds

prof. dr. E.P.M. Joosen

Tijdens de zogenaamde 'sovereign' crisis, die zich ontspon in 2011, waren met name Duitse staatsobligaties de veilige vluchthaven voor beleggers. De vlucht door beleggers naar Duits schatkistpapier was het gevolg van zorgen omtrent de gezondheid van de economie van veel lidstaten in de Eurozone, met negatieve gevolgen voor de waardering van door die landen uitgegeven obligaties. Deze zorgen waren mede gevoed door scepsis omtrent de nakoming van de begrotingsdisciplineafspraken in het kader van de Economische en Monetaire Unie (hierna: EMU). Ook voor lidstaten met een solide begrotingsdiscipline betekende de vlucht naar Duits schatkistpapier een opwaartse correctie op de prijs voor het aantrekken van financiering op de kapitaalmarkten in vergelijking tot Duits schatkistpapier. Zo waren Nederlandse obligaties, ondanks een solide uitvoering van de begrotingsafspraken in de EMU, een fractie duurder dan Duitse obligaties.

Doordat de euro een weerspiegeling is en een gemiddelde vormt van de economische positie van alle eurolanden tezamen, is de munt wat betreft landen zoals Duitsland en Nederland ondergewaardeerd en voor andere eurolanden overgewaardeerd. Dat leidt tot een beweging naar Duitse assets, waaronder hun staatsobligaties. Bovendien leidde de vlucht naar Duits schatkistpapier tot druk op de liquiditeit van dergelijke obligaties, die immers wordt begrensd door de financieringsbehoefte van de Duitse overheid. In het kader van deze problematiek is gediscussieerd over de (politieke haalbaarheid van de) uitgifte van zogenaamde 'Euro-obligaties': instrumenten waarvoor de lidstaten van de EMU gemeenschappelijk en hoofdelijk aansprakelijk zijn en met een gecentraliseerde 'treasury' voor de organisatie van uitgiften, 'debt service' etc. Totdat Europa (althans de lidstaten van de Eurozone) een gemeenschappelijke begroting en een gemeenschappelijke minister van Financiën hebben en afspraken hebben gemaakt over tal van aangelegenheden, zoals het Risk Reduction package (zie over het laatste mijn artikel in *FR* 2017, nr. 7/8), is de uitgifte van Euro-obligaties echter niet aan de orde. Daarbij komt dat de randvoorwaarde voor verdere verdieping van de EMU is, dat alle landen zelfstandig en zonder hulp van Europese instellingen begrotingsdiscipline erop nahouden.

Omdat het creëren van een efficiënt functionerende markt voor Euro-obligaties derhalve nog lange tijd op zich laat wachten, is onderzocht of er een alternatief kan worden gecreëerd voor dergelijke Euro-bonds, zodat de afhankelijkheid van Duits schatkistpapier voor de beschikbaarheid van 'veilige activa' ('safe assets') kan worden verminderd. In 2016 is door het bestuur van de European Systemic Risk Board (ESRB) de High-Level Task Force on Safe Assets geïnstalleerd die aan het werk is gegaan om onderzoek te doen naar een alternatief. Tegelijkertijd is er in de academische literatuur een reeks publicaties tot stand gekomen waarin het onderwerp nader tegen het licht is gehouden. Onder meer is een diepgaande studie verricht naar de prijsvorming van obligaties van EMU-lidstaten gedurende de 'sovereign-crisis'. Daarin werd het effect van onderwaardering van solide staatsobligaties waarover ik hierover sprak blootgelegd.¹

In januari 2018 is door de High-Level Task Force een lijvig rapport uitgebracht genaamd 'Sovereign bond-backed securities: a feasibility study'. Dit rapport beschrijft de securitisatie van een gespreide pool van staatsobligaties van lidstaten van de Eurozone ('SBBS-obligaties') als alternatief voor uitgifte van Euro-obligaties. Dergelijke SBBS-obligaties zouden op hoofdlijnen op dezelfde wijze vorm moeten worden gegeven als transacties waarbij (commerciële) leningenportefeuilles worden verpakt en ondergebracht in een securitisatie. Het uitgangspunt is dat private partijen dergelijke securitisaties arrangeren, en daarbij de portefeuille staatsobligaties van de verschillende lidstaten uit de Eurozone verwerven en verpakken in de securitisatie.

Mede ter bevordering van de spreiding van de portefeuille en het creëren van het juiste kredietwaardigheidsprofiel, zal er een mandje worden gevormd van obligaties van 'sterke' en 'zwakke' lidstaten. Het uitgangspunt is derhalve een 'privaatrechtelijke' structuur, met een Special Purpose Vehicle (hierna: SPV) waarin een portefeuille staatsobligaties wordt ondergebracht die strekt tot dekking van door het SPV uitgegeven SBBS-obligaties. Banken zouden daardoor ook hun eigen bezit aan staatsobligaties kunnen securitiseren en daardoor indirect kunnen investeren in obligaties van 'zwakkere' lidstaten van de Eurozone, omdat, ondanks de 'theoretische' gelijke risicoweging van 0% voor alle staatsobligaties van lidstaten van de Eurozone, er momenteel toch grote terughoudendheid bestaat om te investeren in obligaties van de minder sterke lidstaten in de Eurozone.

Aan de haalbaarheidsstudie van de High-Level Task Force ligt fundamenteel onderzoek ten grondslag ten aanzien van de verwachte waardeontwikkeling van SBBS-obligaties, met name om een vergelijking te

1. Zie: Ad van Riet, 'Addressing the safety trilemma: a safe sovereign asset for the Eurozone', februari 2017 *ESRB WP-Series* nr. 35.

kunnen maken van deze waarde ten opzichte van Duits schatkistpapier (de zogeheten *spread*). Aan de hand van dat onderzoek is vastgesteld dat de AAA-senior tranche van SBBS-obligaties een minstens vergelijkbare waardeontwikkeling zullen kennen als Duits schatkistpapier, maar mogelijk wat betreft de prijsvorming zelfs beter zal presteren, omdat de AAA-senior tranche pas verliezen zou lijden nadat de achtergestelde tranches aan de lat zijn gegaan. Wat betreft de (achtergestelde) mezzanine en junior-obligaties is de verwachting dat deze weliswaar een slechtere 'kredietwaardigheid' zullen kennen dan de AAA-senior tranche, maar dat gezien de rentevergoeding voor dergelijke obligaties een significante, liquide markt voor dit waardepapier zal bestaan.

Een van de onderdelen van de haalbaarheidsstudie betreft de 'regulatoire behandeling' van de SBBS-obligaties vanuit het perspectief van het prudentiële toezicht op banken, verzekeraars, beleggingsondernemingen, AIFMD- en UCITS-beleggingsinstellingen. De AAA-senior tranche van de SBBS-obligaties zullen, na wijziging van de desbetreffende Europese regelgeving, een '0%-risicogewicht' verkrijgen en daardoor in feite dezelfde risicoweging als staatsobligaties. Dit bijzondere voorstel moet worden gezien als een politiek intermezzo, vooruitlopend op het openbreken van de discussie om aan de staatsobligaties van de verschillende Europese landen verschillende risicogewichten toe te gaan kennen. Dat ligt nu anders, omdat ieder land momenteel een gelijk (0%) risicogewicht kent, maar waarbij consensus bestaat dat een dergelijke gelijkschakeling geen recht doet aan de sterk afwijkende profielen van kredietwaardigheid van de Europese landen. Met de komst van SBBS-obligaties, zal het voor de landen met een minder sterke economie ook makkelijker worden om een nieuwe inschatting van het kredietrisico van hun obligaties te accepteren. Door de pooling van risico's in een SBBS-securitisatie ontstaat immers een mogelijkheid om een gemengde portefeuille van staatsobligaties met verschillende kredietwaardigheid profielen te creëren.

Met het voorstel wordt voorts bereikt dat deze waardepapieren geoormerkt als 'veilige activa' die vanuit het perspectief van het liquiditeitstoezicht een geschikt alternatief kunnen vormen voor de invulling van de verplichting om goede kwaliteit activa (lees contanten, staatsobligaties) ter beschikking te hebben, om een eventuele uitstroom van liquide middelen het hoofd te kunnen bieden. Maar ook voor levensverzekeraars en pensioenfondsen zullen SBBS-obligaties een geschikt alternatief zijn voor lange termijn beleggingen en het invullen van de 'prudent person' regels bij beleggingsbeleid.

Tenslotte wordt er ook vanuit het perspectief van het civiele recht door de High Level Task Force een verregaande aanbeveling gedaan. Met het oog op de vergelijkbaarheid voor de investeerders stelt de Taskforce voor het toepasselijke recht op de obligaties, op de transactiedocumentatie, op het recht dat van toepassing is op het SPV, op de aanvullende overeenkomsten in het kader van de securitisatie (zoals de swapovereenkomsten, liquiditeitsondersteuning, servicing-overeenkomsten) etc. te uniformeren. Het ligt daarbij, in het kader van de focus op een programma voor lidstaten van de Eurozone en de ontwikkelingen in het kader van de Brexit, uiteraard niet voor de hand dat wordt uitgeweken naar Engels recht voor dergelijke SBBS-obligaties. Dat betekent dat er een keuze zal moeten worden gemaakt voor het recht van één van de Eurozone-lidstaten. Zou moeten worden onderzocht of voor dergelijke structuren Nederlands recht naar voren kan worden geschoven als een (relatief) neutrale keuze? Het ligt niet voor de hand dat bijvoorbeeld Duits recht of Frans recht een breed draagvlak zal krijgen binnen de groep van de Eurozone-lidstaten, althans dat zou politiek tot gecompliceerde situaties kunnen leiden.

Het zou om die reden buitengewoon interessant zijn indien de Nederlandse rechtspraak zich zou inspannen om een en ander in het Europese overleg verder te brengen. Wellicht geeft dit ook een nieuwe impuls aan de naar mijn mening dringend noodzakelijke gedachtenvorming over het toepasselijk recht op financieringstransacties na de Brexit, omdat de bijna automatische keuze voor Engels recht voor transacties tussen partijen binnen de Eurozone zijn langste tijd zal hebben gehad. Dit vanwege de te verwachten complicaties bij de afdwingbaarheid van transacties beheerst door Engels recht indien er een 'harde' Brexit volgt zonder afspraken over wederzijdse erkenning van rechterlijke uitspraken.