

Rondom het nieuws

Securitisation of the third kind

prof. dr. E.P.M. Joosen

1. Inleiding

Inmiddels is, schattenderwijs (ik ben de bladzijden niet gaan tellen), zo'n negentig procent van de toezichtregels voor de financiële markten en de op die markten actieve ondernemingen van Europese herkomst. De praktijk heeft moeite om te wennen aan de nieuwe Europese wetgeving, de stortvloed aan regels, veelvuldige aanpassingen en de door de Europese wetgever gekozen methoden voor inrichting en inwerkingtreding van de wetgeving. De recente inwerkingtreding van Verordening (EU) 2017/2402 (Securitisatieverordening)¹ op 1 januari 2019 heeft in de praktijk alweer geleid tot veel discussie over de reikwijdte van het begrip 'securitisatie'. In deze bijdrage zal ik toelichten waarom in de praktijk ten onrechte veelal een te ruime interpretatie van deze term wordt gehanteerd, met onnodige compliancelasten voor de betrokken ondernemingen vanden.

2. Achtergrond van de Securitisatieverordening

Over de achtergrond van de Securitisatieverordening is al veel geschreven² en ik volsta in deze bijdrage met een paar korte opmerkingen om de achtergrond van de kwestie die momenteel speelt nader toe te lichten. Securitisatie wordt weer erkend als een belangrijke financieringsvorm. De Securitisatieverordening beoogt de securitisatiemarkten in Europa te

revitaliseren door investeringen in zogenoemde 'Simple, Transparent and Standardised' (hierna: STS) securitisatietransacties te stimuleren en door bepaalde regels voor alle securitisaties te harmoniseren. Deze STS securitisaties dienen aan een lange reeks voorwaarden te voldoen. Deze voorwaarden zijn ten eerste uitgeschreven in de Level 1 tekst van de Securitisatieverordening³ die inmiddels van kracht is. Maar de voorwaarden dienen, ten tweede, te worden uitgewerkt in één gedelegeerde verordening van de Commissie⁴ en richtsnoeren van de European Banking Authority (hierna: EBA).⁵ De gedelegeerde verordening is niet op tijd gereed. Dat betekent dat de praktijk aanloopt tegen onduidelijkheden en onzekerheid. Een vlotte start van de nieuwe STS securitisaties zit er, met andere woorden, niet in. Naast de voorwaarden voor de STS securitisaties is er nog een aantal andere regels van belang. Omdat er veelal door banken en verzekeraars in deze producten wordt geïnvesteerd wordt voor de 'STS-variant' een aantrekkelijk regulator regime geregeld ten aanzien van de prudentiële eisen. Er is voor banken en verzekeraars 'capital relief'⁶ en voor banken

1. Verordening (EU) 2017/2402 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) nr. 1060/2009 en (EU) nr. 648/2012, *PbEU* L 347 van 28 december 2017.

2. Zie: mr. G.W. Kastelein en prof. mr. V.P.G. de Seriëre 'Een zwakke Brusselse poging tot herstel van de securitisatiemarkt: gedoemd te mislukken?', *Ondernemingsrecht* 2017/5; mr. M.G. van 't Westeinde, 'Schaduwbankieren: securitisatie' *FR* 2017, nr. 12 en mr. J.C. Hintzen, 'De securitisatie verordening: een nieuw regulatorisch kader voor securitisaties', *FR* 2018, nr. 8/9.

3. Zie art. 20 tot en met 22 Securitisatieverordening voor gewone securitisaties en art. 23 tot en met 26 Securitisatieverordening voor Asset Backed Commercial Paper securitisaties.

4. Ter specificatie van het in art. 20, achtste lid van de Securitisatieverordening vereiste 'homogeniteitscriterium'.

5. Hiervoor zijn de finale teksten door de EBA gepubliceerd op 12 december 2018. Zie onder meer: 'Final Report on Guidelines on the STS criteria for non-ABCP Securitisation', *EBA/GL/2018/09* van 12 december 2018.

6. Voor banken is een en ander geregeld in de nieuwe bepalingen van de Verordening (EU) nr. 575/2013 (CRR) die als gevolg van Verordening (EU) 2017/2401, *PbEU* L 347 van 28 december 2017 zijn ingevoerd. Voor verzekeraars is een en ander geregeld door Gedelegeerde Verordening (EU) 2018/1221 tot wijziging van 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* L 227 van 10 september 2018.

is er bovendien een gunstige regeling van de liquiditeitseisen in het vooruitzicht gesteld die in 2020 in werking zal treden.⁷

Een regel van de Securitatieverordening die voor alle securitisaties geldt is de retentie-eis. Dit vereiste beoogt het probleem te bestrijden dat de oorspronkelijke kredietverstrekker of de 'originator' van de portefeuille vorderingen die in de securitisatietransactie worden verkocht en ingebracht, en waarvan de koopprijs door de uitgifte van effecten wordt gefinancierd, een verkeerde prikkel heeft om kwalitatief slechte⁸ vorderingen in de transactie in te brengen en zelf de kwalitatief goede vorderingen te behouden. De risicoretentie regels verplichten de oorspronkelijke kredietverstrekker of originator 5% van het risico in de portefeuille vorderingen die in de securitisatie wordt ingebracht te behouden, zodat de vervreemder van de portefeuille belang heeft om goede kwaliteit vorderingen in te brengen. De risicoretentie regels manen, met andere woorden, de gebruikers van deze transactievorm tot voorzichtigheid. De risicoretentie regels werden, te samen met enkele andere regels, door middel van sectorale regels vastgesteld in 2009 voor banken⁹ in 2011 voor AIFM en voor UCITS¹⁰ en in 2016 voor verzekeraars.¹¹ De Securitatieverordening heeft al deze sectorale regels in één regeling geclusterd op het niveau van een direct werkende en direct verbindende verordening. De reikwijdte van de risicoretentie regels en van de andere maatregelen ter beperking van het risico van het investeren in securitisaties, is bovendien uitgebreid naar pensioenregelingen die vallen binnen het bereik van de IORP II-Richtlijn.¹²

3. Wat is een securitisatie?

In de praktijk is de afgelopen tijd een discussie ontstaan over de vraag wanneer nu precies sprake is van een securitisatie. Zo niet, dan is er geen sprake van (noodzakelijke) toepassing van de regels van de Securitatieverordening. Zo ja, dan gelden die regels wel, en zullen verregaande compliance-verplichtingen (zie hieronder) gelden.

De vraag is daarbij, is er sprake van twee typen securitisaties, de zogenaamde 'traditionele securitisatie' zoals gedefinieerd in art. 2(9) Securitatieverordening en de zogenaamde 'synthetische securitisatie' zoals gedefinieerd in art. 2(10) Securitatieverordening, of bestaat er ook een derde vorm? Is er met andere woorden een risico dat een transactie die gelijkenissen vertoont met een traditionele securitisatie of een synthetische securitisatie maar die niet valt binnen het bereik van de definities van art. 2(9) en 2(10), desondanks ook als een securitisatie is aan te merken? Zo ja, dan zouden op een dergelijke transactie bijvoorbeeld ook de (zeer bezwarende) regels van art. 6 Securitatieverordening (risicoretentie) van toepassing zijn en de in art. 7 Securitatieverordening geregelde transparantievereisten die nopen tot het opstellen en publiceren van zeer gedetailleerde rapportages. In de discussies die op dat vlak plaatsvinden wordt dan gerefereerd aan de definitie van 'securitisatie' van art. 2(1) Securitatieverordening en die van 'securitisatiepositie' van art. 2(19).

Het is hier dat de onduidelijkheid van de Europese regels zich doet gelden. De Europese wetgever is in de voortvarendheid waarmee de wetgever de Securitatieverordening wilde vaststellen voorbijgegaan aan het geven van een heldere uitleg van de achtergrond van de regels voor 'gereguleerde' securitisaties. De Nederlandse praktijkjurist mist dan bijvoorbeeld de wijze van totstandkoming van Nederlandse formele wetgeving. Vaak worden Nederlandse formele wetten voorzien van een uitgebreide memorie van toelichting waar de wetgever de mogelijkheid heeft, en ook vaak gebruikt, om een nadere verklaring te geven van de achtergronden en doelstellingen van de voorgestelde wet- en regelgeving. Bij Europese wetgeving kennen we een dergelijke methode van wetgeving niet. Men kan hooguit terugvallen op enkele verwijzingen in de considerans van de wetgevingsinstrumenten, maar vaak staat die considerans vol van wollige en politiek getinte teksten die weinig behulpzaam zijn bij de verklaring van wetteksten.¹³ Ook op het

7. Gedelegeerde Verordening (EU) 2018/1620 tot wijziging van Gedelegeerde Verordening (EU) 2015/61 ter aanvulling van Verordening (EU) nr. 575/2013 van het Europees Parlement en de Raad met betrekking tot het liquiditeitsdekkingsvereiste voor kredietinstellingen, *PbEU* L 271 van 30 oktober 2018.

8. Een 'kwalitatief slechte' lening zou een lening zijn waarvan de debiteur achterstallig is met betalen van aflossingen of rente, of waarvan het onderpand niet de waarde heeft die bij het aangaan van de lening aan de leningverstrekker is voorgespiegeld. Een kwalitatief goede lening is dan een lening waar geen problemen zijn wat betreft het betalingsgedrag van de debiteur of wat betreft de waarde van het verstrekte onderpand.

9. Art. 122bis e.v. Richtlijn 2009/111/EG, *PbEU* L 302 van 17 november 2009. Zie hierover uitgebreid: E.P.M. Joosen, 'Aanpassingen van de Capital Requirements Directive voor het originate-to-distribute-model bij securitisaties', *FR* 2009, nr. 2/3.

10. Art. 17 e.v. van Richtlijn 2011/61/EU, *PbEU* L 174 van 1 juli 2011 voor AIFM en voor UCITS is in diezelfde richtlijn een nieuwe bepaling 50bis van Richtlijn 2009/65/EG ingevoerd (zie art. 63 van Richtlijn 2011/61/EU).

11. Zie art. 254 e.v. van de Gedelegeerde Verordening (EU) 2015/35, *PbEU* L 12 van 17 januari 2015.

12. Richtlijn (EU) 2016/2341, *PbEU* L 354 van 23 december 2016.

13. De kritische lezer zal mij dan bijvoorbeeld wijzen op overweging (6) van de Securitatieverordening. Daarin is, onder meer, bepaald dat: 'In overeenstemming met de bestaande definities in de sectorale wetgeving van de Unie, is het dienstig om voor alle essentiële concepten van securitisatie definities op te stellen. Er is meer bepaald behoefte aan een duidelijke en alomvattende definitie van securitisatie

vlak van de hiervoor behandelde reikwijdtevraag, zal men in de Securitatieverordening tevergeefs zoeken naar een duidelijke toelichting, dat de wetgever met de strenge regels van art. 6 en 7 Securitatieverordening slechts het oog heeft gehad op twee typen transacties, de traditionele en synthetische securitisatie.

De schoen knelt in de praktijk met name bij transacties die qua structuur overeenkomsten vertonen met traditionele securitisaties, maar die geen gebruik maken van de uitgifte van effecten. Ik laat de analyse van synthetische securitisaties hierna achterwege. In de praktijk wordt bepleit dat een transactie die bijvoorbeeld als volgt is vormgegeven ook als een securitisatie in de zin van de Securitatieverordening zou moeten worden aangemerkt.

Een financier met vestiging in Nederland (dat hoeft niet noodzakelijkerwijs een bank, verzekeraar, AIFMD, UCITS of pensioenfonds te zijn, maar kan bijvoorbeeld ook een alternatieve aanbieder zijn van consumentenfinanciering die over een art. 2:60 Wft vergunning beschikt, hierna: Financier) verstrekt consumentenfinanciering in Nederland. De funding die noodzakelijk is om de leningen te verstrekken wordt voorgefinancierd door middel van eigen vermogen dat door de 100% aandeelhouder van de Financier wordt verstrekt. Nadat de Financier een omvangrijke portefeuille leningen tot stand heeft gebracht, wordt deze overgedragen aan een nieuw opgerichte BV die als een 'special purpose vehicle' (hierna: SPV) dient. Het SPV betreft bijvoorbeeld van Nederlandse pensioenfondsen en van Nederlandse en buitenlandse in de EU gevestigde banken en verzekeraars een onderhandse lening die het SPV gebruikt om de koopsom van de door de Financier aan haar vervreemde leningportefeuille te financieren.

Met enige nadruk zeg ik dat de aan de SPV verstrekte lening wordt vormgegeven als een 'clubdeal', waarbij geen sprake is van uitgifte van obligaties of andere (verhandelbare) effecten aan de pensioenfondsen, banken of verzekeraars. De

waarmee elke transactie of regeling wordt bestreken waarbij het kredietrisico dat verbonden is aan een blootstelling of pool van blootstellingen in tranches wordt onderverdeeld. [...]. Deze overweging staat dan haaks op de duidelijke bewoordingen van de eerste overweging waarop ik mijn standpunt baseer. Wat is nu wijsheid? Ik meen dat de Europese wetgever abusief is met de veronderstelling dat in de oude 'sectorale wetgeving' definities bestonden die een 'derde' variant van securitisaties beschreef. Dat zou namelijk betekenen, dat er ook voor zo'n derde variant een specifiek prudentieel regime (leidend tot kapitaalvermindering) zou hebben bestaan. Dat is niet het geval. Van oudsher kenden de (met name bancaire) prudentiële regels slechts twee varianten van een securitisatie waarvoor, onder voorwaarden, kapitaalvermindering kon worden toegepast. Iedere andere variant van transacties die gelijkenissen vertoonde met een securitisatie, leidde tot verzwaarde kapitaaleisen, in plaats van lagere kapitaaleisen.

leningverstrekkers komen met het SPV overeen, dat de rentebetalingen voor en aflossingen van de aan het SPV verstrekte lening worden gefinancierd met de door het SPV ontvangen opbrengsten van de door het SPV gehouden leningenportefeuille. Om een gunstig rentetarief met de pensioenfondsen, banken en verzekeraars af te spreken, wordt voorts overeengekomen dat de hoofdsom van de lening die aan het SPV verstrekt lager is dan de waarde van de overgedragen leningportefeuille. Voor het verschil van de aan de SPV verstrekte lening en de waarde van de overgedragen leningportefeuille wordt door de Financier een onderhandse achtergestelde lening verstrekt.

De vraag is, is de hiervoor omschreven transactie als een 'securitisatie' aan te merken in de zin van de Securitatieverordening? Ja, zo wordt in de praktijk beweerd omdat de transactie past binnen de definitie van 'securitisatie' van art. 2(1) Securitatieverordening. Nee, zeg ik, omdat de transactie niet voldoet aan de definitie van 'traditionele securitisatie' opgenomen in art. 2(9) Securitatieverordening. Beantwoordt men de vraag bevestigend, dan zal de Financier als 'oorspronkelijke leningverstrekker' of als 'iniator' moeten voldoen aan het bepaalde in art. 6 Securitatieverordening en doorlopend een netto economisch belang in de 'securitisatie' van niet minder dan 5% moeten behouden. Voorts zal de Financier (indien deze als 'iniator' wordt aangemerkt) of het SPV moeten voldoen aan de transparantievereisten van art. 7 Securitatieverordening.

4. Er is geen derde variant van securitisaties

Indien men de definities van de Securitatieverordening ruim leest, met name die van 'securitisatie' van art. 2(1), dan is het begrijpelijk dat aan de in paragraaf 3 beschreven transactie de kwalificatie van een securitisatietransactie wordt gegeven, en dat aldus de onderhandse lening van de pensioenfondsen, banken en verzekeraars als een 'securitisatiepositie' in de zin van art. 2(19)¹⁴ wordt aangemerkt. Om dit te verduidelijken geef ik hierna eerst de definitie van 'securitisatie' van art. 2(1) Securitatieverordening weer:

'transactie of regeling waarbij het kredietrisico dat verbonden is aan een blootstelling of een pool van blootstellingen, in tranches wordt onderverdeeld, en die alle volgende kenmerken vertoont:

a) de in het kader van de transactie of regeling verrichte betalingen hangen af van de pres-

14. Dat begrip is gedefinieerd als: 'een blootstelling op een securitisatie', wat ons voor de discussie niet veel verder brengt.

taties van de blootstelling of van de pool van blootstellingen;
 b) de achterstelling van de tranches is bepalend voor de verdeling van de verliezen tijdens de looptijd van de transactie of regeling;
 c) [...]

Ik heb de bepaling sub (c) van deze bepaling bewust achterwege gelaten in het gegeven citaat. Deze bepaling verwijst naar een bepaalde type 'specialised lending' transacties, waarbij met name gedacht moet worden aan projectfinanciering en dergelijke meer. Hopelijk wil de lezer van mij aannemen, dat dat transactietype hier niet aan de orde is. Andere elementen van deze definitie zijn mogelijksterwijs wel aan de orde. In het hiervoor gegeven voorbeeld van een transactie vindt er, onder meer, overgang van het kredietrisico van de leningportefeuille op het SPV plaats. Er is bovendien sprake van 'tranchering' doordat er een niet-achtergestelde lening wordt verstrekt door de pensioenfondsen, banken en verzekeraars aan het SPV, en een achtergestelde lening door de Financier. Met enige rekkelijke lezing van het zelfstandig gedefinieerde begrip 'tranche' van art. 2(6) Securitisatieverordening, is ook dat element van de definitie 'securitisatie' ingevuld. En men zou ook kunnen zeggen dat aan de eigenschappen (a) en (b) van de definitie is voldaan.

De transactie die ik als voorbeeld gaf, past dus in de definitie 'securitisatie'. Maar de transactie voldoet niet aan de definitie 'traditionele securitisatie'. Daarvan is namelijk uitsluitend sprake indien het gaat om:

'securitisatie waarbij het economisch belang in de gesecuritiseerde blootstellingen wordt overgedragen via overdracht van de eigendom van die blootstellingen van de initiator op een SSPE of via subdeelneming door een SSPE, indien de uitgegeven effecten geen betalingsverplichting van de initiator vormen.'

Essentieel is hier, en ik noem dat met enige nadruk, dat het, om een transactie als 'traditionele securitisatie' aan te merken, noodzakelijk is dat er sprake is van een effectenuitgifte. In het hiervoor gegeven voorbeeld van een clubdeal is van een dergelijke uitgifte van effecten door het SPV geen sprake, noch is er sprake van effectenuitgifte door de Financier. Deze centrale eigenschap, de uitgifte van effecten, is ook naar mijn mening het kenmerkende verschil tussen een transactie die wel of niet als een securitisatie moet worden aangemerkt, althans een securitisatie die is gereguleerd als transactie op grond van de Securitisatieverordening. Het begrip 'securitisatie' zelf verwijst naar het proces van omvorming van een illiquide portefeuille vorderingen tot een liquide en verhandelbaar effect, het begrip is afgeleid van het begrip 'securities' (hetgeen 'effecten' betekent). In de Belgische en Franse omgeving heeft men dit ook duidelijker op het netvlies door bij securitisaties te spreken over 'effectisering' of 'titrisation'.

Ik hecht ten eerste veel waarde aan de considerans van de Securitisatieverordening die verduidelijkt waarom de Europese wetgever heeft gekozen voor het geven van de nieuwe regels. Met name de eerste overweging is uiterst verhelderend wat betreft de bedoelingen van de Europese wetgever. Die overweging luidt:

'Securitisatie heeft betrekking op transacties die een kredietverstrekker of een crediteur — doorgaans een kredietinstelling of een onderneming — in staat stellen een samenstel van leningen, blootstellingen of kortlopende vorderingen, zoals woonkredieten, autoleningen of leases, consumptieve kredieten, kredietkaarten of handelsvorderingen, te herfinancieren door ze om te zetten in verhandelbare effecten. De kredietverstrekker poolt en herverpakt een portefeuille van zijn leningen en brengt deze onder in verschillende risicocategorieën voor verschillende beleggers, zodat deze toegang krijgen tot beleggingen in leningen en andere blootstellingen waartoe zij normaal gesproken geen directe toegang zouden hebben. Het beleggingsrendement wordt gegenereerd uit de kasstromen van de onderliggende leningen.'

Voor mij is dit voldoende om te concluderen dat er geen derde variant van securitisaties is, de overweging gaat evident en duidelijk in op het omvormingsproces dat leidt tot uitgifte van verhandelbare effecten. Maar helaas is deze duidelijke tekst in de praktijk ontoereikend gebleken, althans er is (veel) discussie. Er is echter sprake, ten tweede, van een ander argument, die het onderscheid bepaalt tussen op grond van de Securitisatieverordening gereguleerde en niet gereguleerde transacties.

Het aanvullende argument ontleen ik aan de overgangsbepaling van art. 43(1) Securitisatieverordening die regelt: 'Deze Verordening is van toepassing op securitisaties waarvan de effecten zijn uitgegeven op of na 1 januari 2019.'¹⁵ Hiermee wordt door de wetgever onmiskenbaar bedoeld op een transactievorm waarbij sprake is van uitgifte van effecten in het kader van een securitisatietransactie. Het feit dat ten aanzien van securitisaties sprake dient te zijn van effectenuitgifte, wordt overigens ook in andere bepalingen van de Securitisatieverordening weergegeven. Dat geldt voor de bepalingen van art. 2(7) (definitie van asset-backed commercialpaperprogramma, 'ABCP'), art. 8(1)(a) en (b) (ten aanzien van het hersecuritisatieverbod), art. 22(2) (de verificatie van de onderliggende pool vorderingen vóór uitgifte van de effecten), art. 26(5) (regels voor een ABCP), en de overgangsbepalingen van art. 43(2), (3), (5), (6), (7).

15. Zie ook overweging (47) van de Securitisatieverordening.

De lezer vraagt zich misschien af op grond waarvan in de praktijk dan toch wordt aangenomen dat een securitisatie in de zin van de Securitisatieverordening niet hoeft te voorzien in uitgifte van effecten. Dat komt door de overgangsbepaling van art. 43(9) Securitisatieverordening¹⁶. In die bepaling, en alleen die bepaling, wordt gewag gemaakt van securitisaties 'waarbij geen effecten worden uitgegeven'. De overgangsbepaling regelt de toepassing van de Securitisatieverordening waarvan securitisatieposities worden gecreëerd op of na 1 januari 2019, ook ten aanzien van transacties waarbij geen effecten worden uitgegeven. Het is niet te achterhalen waar deze zinsnede vandaan komt. Er is geen fatsoenlijke wetsgeschiedenis. Echter, zoals ik hiervoor heb betoogd is een securitisatie ofwel traditioneel of synthetisch. Een synthetische securitisatie is mogelijk zonder dat effecten worden uitgegeven. Het is niet waarschijnlijk dat synthetische securitisaties zijn bedoeld in deze context. De zinsnede is in ieder geval niet te rijmen met de overige inhoud van de Securitisatieverordening. Zie de hiervoor opgenomen opsomming van de reeks bepalingen die uitdrukkelijk uitgifte van effecten veronderstellen. Mijns inziens is de regeling van artikel 43(9) ook noodzakelijk om te bereiken dat ook niet 'gefunde' synthetische securitisaties binnen de reikwijdte van de Securitisatieverordening vallen.

De eerste overweging uit de considerans van de Securitisatieverordening, de niet voor meerdere uitleg vatbare definitie van 'traditionele securitisatie' van art. 2(9) en talrijke andere bepalingen van de Securitisatieverordening – alsmede aankondigingen en publicaties van de Commissies over de Securitisatieverordening in de context van de versterking van de *Kapitaalmarktunie*¹⁷ – geven voldoende steun aan het standpunt dat het bij de regulering van securitisaties (voor zover het een securitisatie betreft waarbij de leningportefeuille wordt overgedragen, dus traditionele securitisaties) gaat om securitisaties die beantwoorden aan de

kenmerken van de oorspronkelijke in de jaren tachtig tot wasdom gekomen transactievorm. Die werden steeds vormgegeven door financiering van de portefeuilleaankopen door middel van uitgifte van effecten. Nu geldt in het recht niet de regel dat 'de meerderheid' van teksten de uitleg dwingend bepaalt. Desondanks meen ik dat mijn interpretatie recht doet aan het doel van de Securitisatieverordening die immers met name is gericht op het verbeteren van de voorwaarden voor de Europese kapitaalmarkt. De kans is groot dat wanneer het tot een rechterlijke toetsing zou komen – bijvoorbeeld in een handhavingskwestie, waarbij een toezichthouder schending van de verplichtingen van die verordening door middel van een administratieve sanctie zou willen handhaven – een (teleologische) uitleg van de diverse wettelijke bepalingen in de historische context van securitisatietransacties doorslaggevend zal zijn. De redactie van de regels in de Securitisatieverordening, de totstandkomingsgeschiedenis en de context dwingen tot een lezing dat de Europese wetgever met de Securitisatieverordening niet heeft beoogd een andere variant te regelen dan traditionele securitisaties en synthetische securitisaties. Er is dus geen securitisatie van de derde soort!

16. En ook door de hiervoor door mij aangehaalde overweging (6) van de Securitisatieverordening.

17. Zie onder meer: Mededeling van de Europese Commissie: 'Actieplan voor de opbouw van een kapitaalmarktunie' Brussel, 30 september 2015 COM(2015) 468 final, waarin op pagina 4 de volgende passage staat: 'Enkele voorbeelden kunnen de potentiële voordelen illustreren. In vergelijking met de VS halen de Europese kleine en middelgrote ondernemingen vijf keer minder financiering op in de kapitaalmarkten. Als onze durfkapitaalmarkten even diep waren, zou tussen 2008 en 2014 niet minder dan 90 miljard EUR aan financiële middelen beschikbaar zijn gesteld voor de financiering van ondernemingen. Als Europese securitisaties – op veilige wijze – nieuw leven kan worden ingeblazen – tot het gemiddelde niveau van de uitgiften van vóór de crisis, zouden de banken een extra bedrag van meer dan 100 miljard EUR kunnen vrijmaken voor kredieten aan de particuliere sector' (cursivering, auteur).