EUROPESE
COMMISSIE

Brussel, 24.7.2020
COM(2020) 284 final

VERSLAG VAN DE COMMISSIE AAN HET EUROPEES PARLEMENT EN DE RAAD

over de totstandbrenging van een specifiek kader voor eenvoudige, transparante en gestandaardiseerde synthetische securitisatie, dat beperkt is tot synthetische balanssecuritisatie

(Voor de EER relevante tekst)

{SWD(2020) 120}

1. ACHTERGROND EN MOTIVERING

In artikel 45, lid 1, van Verordening (EU) 2017/2402[1] (hierna "de securitisatieverordening" genoemd) is bepaald dat de Europese Bankautoriteit (hierna "EBA" genoemd) een verslag moet publiceren over de haalbaarheid van een specifiek kader voor eenvoudige, transparante en gestandaardiseerde ("STS") synthetische securitisatie, dat beperkt is tot synthetische balanssecuritisatie. Met synthetische balanssecuritisatie (hierna "BSSS" genoemd) worden securitisatietransacties bedoeld waarbij de initiërende instelling, meestal een bank, financiële waarborgen of kredietderivaten gebruikt voor de overdracht aan derden van het kredietrisico van een specifieke pool van activa die zij op haar balans heeft en waarvoor zij in de meeste gevallen ook de oorspronkelijke kredietverstrekker was. De onderliggende activa zijn doorgaans bedrijfsleningen, leningen aan het mkb/kmo's of handelsfinancieringen – activa die voor de initiator om verschillende redenen moeilijker of minder aantrekkelijk zijn om op traditionele wijze te securitiseren. Als zodanig onderscheidt BSSS zich duidelijk van synthetische arbitragesecuritisatie, waarbij de betrokken onderliggende activa geen eigendom zijn van de initiator van de securitisatie. In plaats van op het afdekken van het kredietrisico is een synthetische arbitragetransactie er voornamelijk op gericht om arbitrage te verkrijgen tussen de spread op de kredietkwaliteit van een pool van activa of productindexen en de spread op het verkregen securitisatieproduct.

In overweging 24 van de securitisatieverordening wordt de EBA tevens verzocht de nodige criteria te bepalen voor een dergelijk specifiek kader "teneinde de financiering van de reële economie te bevorderen, met name van kleine en middelgrote ondernemingen ("kmo's") die het meest gebaat zijn bij deze securitisaties".

Krachtens artikel 45, lid 2, van de securitisatieverordening moet de Commissie bij het Europees Parlement en de Raad een verslag indienen over de totstandbrenging van een specifiek STS-kader voor synthetische balanssecuritisatie op basis van bovengenoemd EBA-verslag en, in voorkomend geval, dit verslag vergezeld doen gaan van een wetgevingsvoorstel.

Het EBA-verslag is op 6 mei 2020 gepubliceerd.[2] Het verslag bouwt voort op het eerdere EBA-verslag over synthetische securitisatie dat in december 2015 is gepubliceerd[3] en waarvan de aanbevelingen al zijn weerspiegeld in de verordening inzake kapitaalvereisten[4] (hierna "VKV" genoemd), en op het "Discussion Paper on Significant Risk Transfer[5] in Securitisation", gepubliceerd in september 2017.[6] Overdracht van een aanzienlijk deel van het risico (*significant risk transfer*, hierna "SRT" genoemd) is met name belangrijk voor synthetische securitisatie omdat de risico-overdracht en de daaraan verbonden kapitaalondersteuning een van de redenen is voor het gebruik van dit type securitisatie.

Tijdens de voorbereiding van haar verslag heeft de EBA in september 2019 een discussiestuk gepubliceerd voor een raadplegingsperiode van twee maanden. Aangezien uit de meeste antwoorden een sterke ondersteuning is gebleken voor zowel de marktanalyse als de motivering voor de

---

1 Verordening (EU) 2017/2402 van het Europees Parlement en de Raad van 12 december 2017 tot vaststelling van een algemeen kader voor securitisatie en tot instelling van een specifiek kader voor eenvoudige, transparante en gestandaardiseerde securitisatie en tot wijziging van de Richtlijnen 2009/65/EG, 2009/138/EG en 2011/61/EU en de Verordeningen (EG) nr. 1060/2009 en (EU) nr. 648/2012.

2 https://eba.europa.eu/eba-proposes-framework-sts-synthetic-securitisation

3 https://eba.europa.eu/eba-issues-advice-on-synthetic-securitisation-for-smes

4 Verordening (EU) 2017/2401 van het Europees Parlement en de Raad van 12 december 2017 tot wijziging van Verordening (EU) nr. 575/2013 betreffende prudentiële vereisten voor kredietinstellingen en beleggingsondernemingen.

5 Overdracht van een aanzienlijk deel van het risico is vereist om de initiërende bank in staat te stellen de gesecuritiseerde blootstellingen uit zijn risicogewogen activa uit te sluiten in geval van traditionele securitisatie, of zijn risicogewogen activa te berekenen overeenkomstig de artikelen 251 en 252 van de VKV in geval van synthetische securitisaties.

6 https://eba.europa.eu/regulation-and-policy/securitisation-and-covered-bonds/discussion-paper-on-the-significant-risk-transfer-in-securitisation

ontwikkeling van een STS-kader voor synthetische securitisatie, bouwt het EBA-verslag voort op een brede consensus onder de belanghebbenden, met betrekking tot zowel de haalbaarheid van een dergelijk kader als de vereiste criteria om synthetische securitisatie hierin op te nemen.

2. SPECIFIEKE KENMERKEN VAN SYNTHETISCHE BALANSSECURITISATIE

Synthetische securitisatie en traditionele/"true sale"-securitisatie verschillen wezenlijk niet van elkaar wat betreft de aard van de onderliggende blootstellingen, de risicospreiding in tranches en de kapitaalstructuur (waterval). Zij verschillen echter aanzienlijk in de wijzen waarop zij het risico overdragen van de initiator naar de belegger.

Traditionele securitisatie houdt in dat de emittent van de effecten de activa wettelijk overdraagt op dusdanige wijze dat de eigendom daadwerkelijk overgaat op een *special purpose entity* voor securitisatiedoeleinden (SSPE), die daardoor recht krijgt op de door deze activa gegenereerde kasstromen. Bij BSSS komt de risico-overdracht tot stand door middel van een kredietprotectieovereenkomst (kredietderivaten of kredietgaranties) tussen de initiator en de belegger, op zodanige wijze dat de onderliggende blootstellingen in de eigendom van de initiator op zijn balans blijven. Terwijl er voor traditionele securitisatie dus zowel een SSPE als een daadwerkelijke uitgifte van effecten vereist is, zouden zij dus geen van beide strikt noodzakelijk zijn voor synthetische securitisatie.

BSSS is in de regel eenvoudiger uit te voeren dan traditionele securitisatie dankzij de grotere flexibiliteit van het synthetische mechanisme. Bovendien is synthetische balanssecuritisatie doorgaans goedkoper en eenvoudiger te regelen. Met synthetische balanssecuritisatie kan de initiator de juridische en operationele problemen die zich kunnen voordoen bij de overdracht van de eigendom van de onderliggende blootstellingen in een traditionele transactie, vermijden.

De afgelopen jaren zijn de marktpraktijken van BSSS aanzienlijk vereenvoudigd en uit gegevens van de sector blijkt dat de documentatie inzake het instrument is afgenomen van circa 500 bladzijden vóór de wereldwijde financiële crisis tot nog geen 50 bladzijden op dit moment, wat wijst op een aanzienlijke vermindering van de complexiteit.[7]

De risico-overdracht bij synthetische securitisatie hangt niet alleen af van de kapitaalstructuur van de transactie (d.w.z. een verdeling in tranches) en van de potentiële steunmechanismen van de initiator (zoals het geval is bij "true sale"-securitisatie), maar ook van de kenmerken van de door de partijen gesloten kredietprotectieovereenkomst en de kredietwaardigheid van de belegger. Het beroep op kredietprotectie, met name als deze niet wordt gefinancierd en door niet-openbare protectiegevers wordt verstrekt, stelt de afzonderlijke banken bloot aan een tegenpartijrisico en kan, in het geval van een groot aantal protectiegevers, leiden tot een verwevenheid in het financiële systeem die systeemimplicaties kan hebben (zoals is aangetoond in de financiële crisis van 2008/2009). Toch wordt het risico van tegenstrijdige belangen tussen initiators en beleggers kleiner wanneer beide partijen de transactie aangaan met volledige kennis van de onderliggende risico's, omdat het risicobeheer even belangrijk is voor de protectiegever als voor de protectienemer.

Synthetische securitisatie verschilt ook qua doel van traditionele securitisatie. Het gebruik van synthetische securitisatie is namelijk voor een groot aantal banken een nuttig instrument gebleken bij hun activiteiten van het kredietrisico- en kapitaalbeheer. Het stelt hen immers in staat kredietrisico's efficiënt over te dragen aan de particuliere kapitaalmarkten, waardoor er zowel kapitaal- als kredietlimieten vrijkomen en zij hun kredietwerkzaamheden kunnen voortzetten. Traditionele securitisatie daarentegen wordt eerder gebruikt om financiering te verkrijgen uit de verkoop van activa dan als een instrument voor kredietrisicobeheer.

[7] Synthetic securitisation: Making a silent comeback, Deutsche Bank EU Monitor, 21 februari 2017.

3. MARKTPRESTATIE

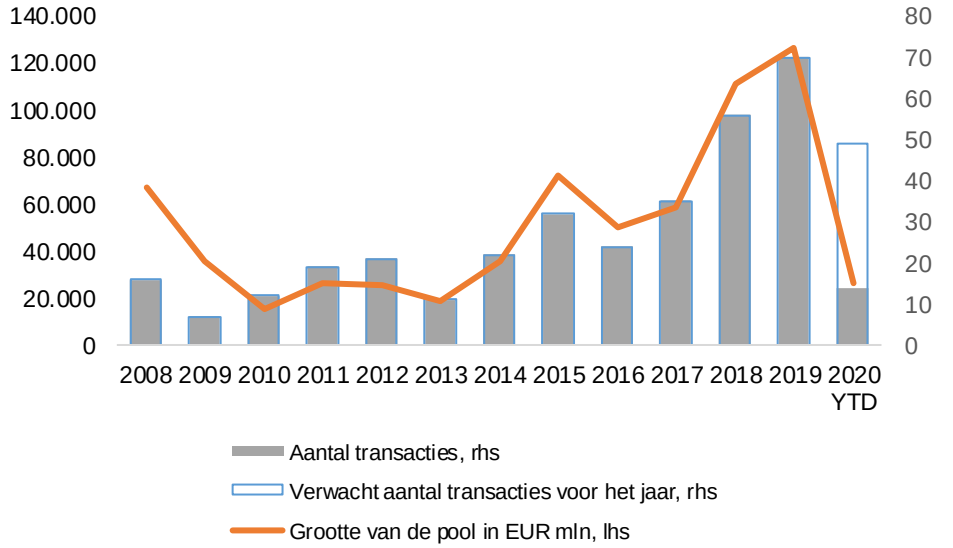
Marktdynamiek

Het ontbreken van uitgebreide gegevens over de marktontwikkelingen en de prestaties van synthetische securitisaties was één van de belangrijkste factoren die ertoe hebben geleid dat het STS-label in Verordening (EU) nr. 2017/2402 werd beperkt tot traditionele securitisaties. De EBA heeft deze leemte opgevuld door de verzameling van i) gegevens over het volume van BSSS-transacties voor de periode 2008 - begin 2019; ii) gegevens over de standaardprestaties van BSSS voor dezelfde periode; iii) gegevens inzake het toezicht op transacties die tot een SRT hebben geleid; en iv) informatie die tijdens een rondetafelgesprek in maart 2019 van de sector is verzameld, alsmede andere marktanalyses. Ondanks deze aanzienlijke inspanning is het beeld echter niet volledig. Dat is grotendeels te wijten aan de bilaterale en particuliere aard van dit soort transacties in de jaren na de wereldwijde financiële crisis. Bovendien zijn veel van de gemelde transacties de laatste jaren tot stand gekomen, waardoor zij dus nog geen volledige bedrijfscyclus hebben doorgemaakt. Ten slotte werden bepaalde gegevens verzameld door middel van enquêtes onder marktdeelnemers en zijn ze daarom wellicht niet volledig representatief voor de hele markt.

Uit de verzamelde informatie is gebleken dat de financiële crisis van 2008 de markt voor synthetische securitisatie ingrijpend heeft veranderd. Vóór de crisis bereikte de Europese synthetische securitisatie in 2004-2005 een piek, met volumes van meer dan 180 miljard EUR als gevolg van een groot aanbod aan synthetische arbitragetransacties. Deze laatsten hebben tijdens de crisis aanzienlijke verliezen geleden als gevolg van hun complexiteit, gebrek aan transparantie en gebrekkige afstemming van de belangen, en lijken grotendeels te zijn verdwenen, waardoor de markt nu voornamelijk uit balanstransacties bestaat.

De gegevens over uitgifte wijzen op een positieve trend. Na enkele jaren van verminderde activiteit na de financiële crisis, als gevolg van het stigma dat aan het securitisatie-instrument kleefde, herstelt de synthetische markt zich de laatste jaren, waarbij zowel het aantal als het volume van de transacties gestaag toeneemt. Volgens de door de International Association of Credit Portfolio Managers (IACPM) verzamelde gegevens werden er in 2018 zo'n 49 transacties met een totaal volume van 105 miljard euro geïnitieerd, het hoogste aantal sinds de financiële crisis (zie figuur 1).

Figuur 1: Europese uitgifte van balanssecuritisatie na de wereldwijde financiële crisis

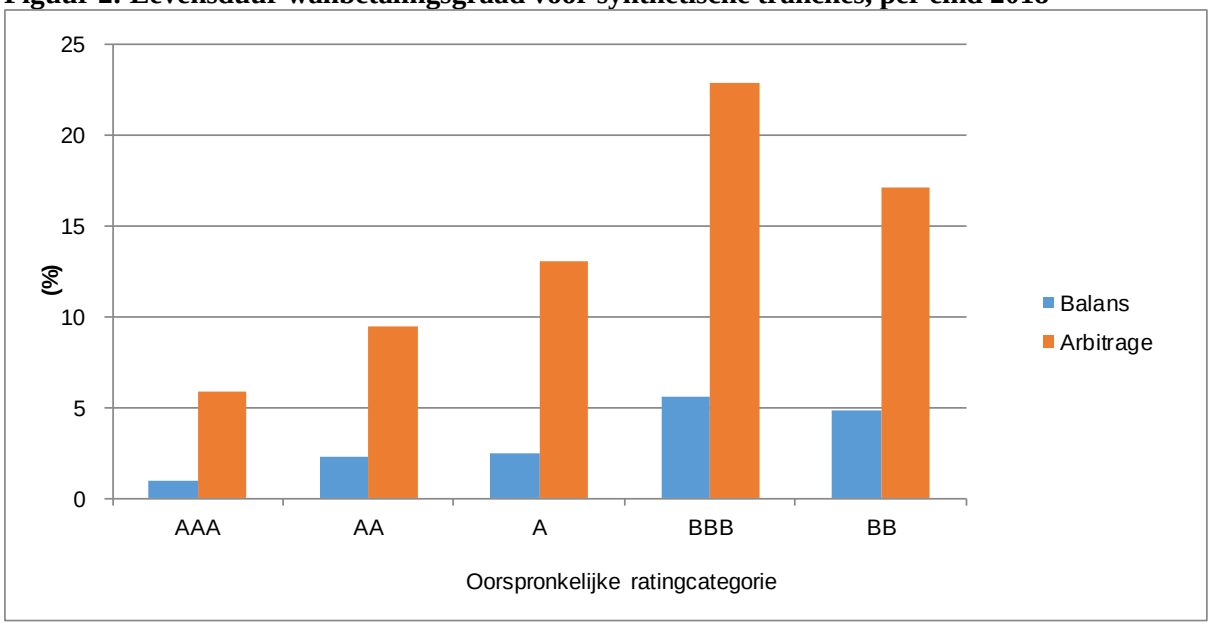


Bron: EBA, IACPM

De verandering in de aard van de Europese markt voor synthetische securitisatie en het overwicht van het balanssegment zouden kunnen worden verklaard door de lage wanbetalingsgraden van het instrument, zelfs tijdens de financiële crisis van 2008. Volgens de door de EBA verzamelde gegevens

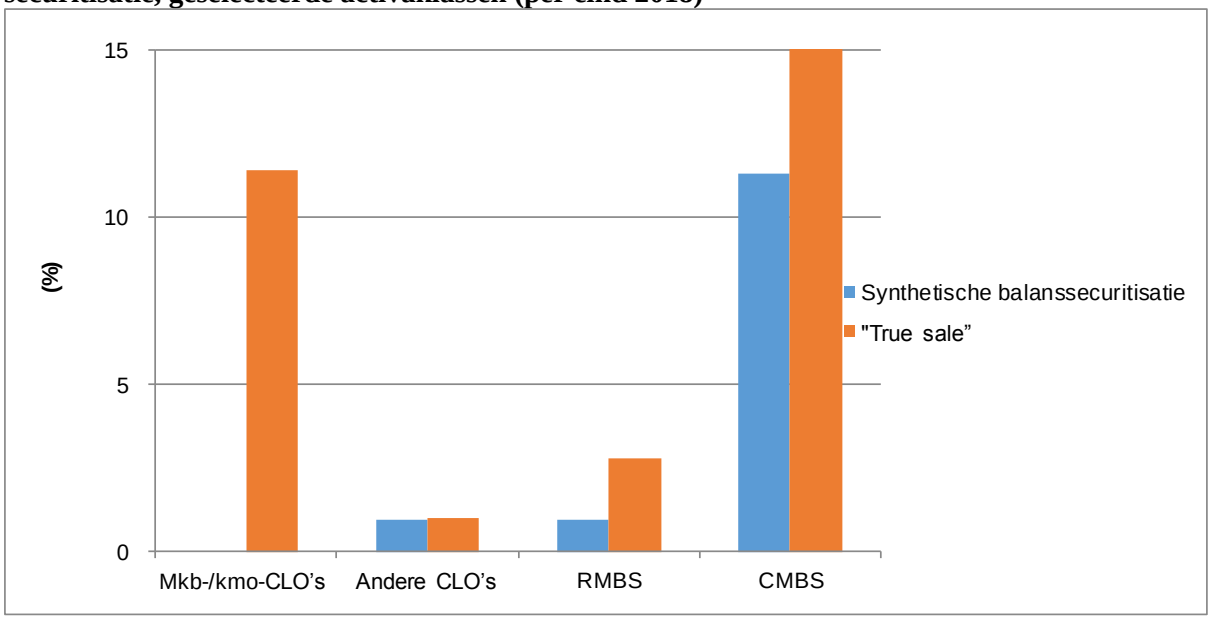
hebben beleggers in op de balans opgenomen transacties materieel lagere verliezen geleden dan beleggers in synthetische arbitragetransacties (zie figuur 2). Ook wat de levensduur van wanbetalingsgraden betreft hebben de op de balans opgenomen transacties voor alle ratinggraden en activaklassen beter gepresteerd dan de traditionele securitisaties (zie figuur 3).

Figuur 2: Levensduur wanbetalingsgraad voor synthetische tranches, per eind 2018



Bron: EBA, S&P

Figuur 3: Levensduur wanbetalingsgraden voor synthetische balanssecuritisatie en "true sale"-securitisatie, geselecteerde activaklassen (per eind 2018)



Bron: EBA

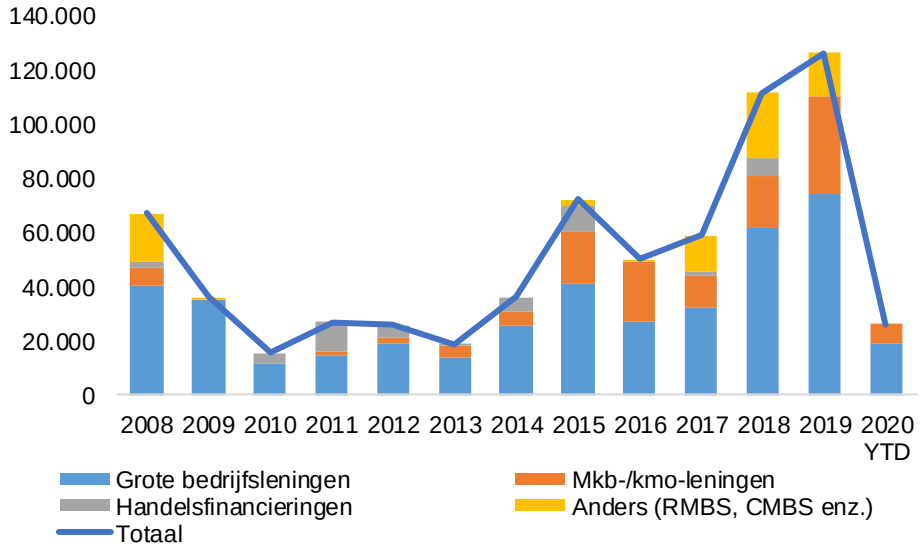
Activasamenstelling, kopers en verkopers

Uit de door de EBA verzamelde gegevens blijkt dat BSSS-en op veel grotere schaal lijken te worden gebruikt om bedrijfsrisico's van banken naar kapitaalmarkten over te dragen dan traditionele

securitisaties. De belangrijkste activaklassen in de balanstransacties zijn leningen aan grote ondernemingen en het mkb/kmo's, gevolgd door handelsfinancieringen (zie figuur 4).[8]

Om de doelstelling van de kapitaalondersteuning te maximaliseren, selecteren de initiators van BSSS doorgaans activaklassen met een hoog risicogewicht. Bovendien geeft de EBA-analyse aan dat initiators van BSSS in de regel portefeuilles kiezen die hun kernactiviteit vertegenwoordigen, wat lijkt tegemoet te komen aan de behoefte van beleggers om de afstemming van hun belangen te waarborgen. Gestreste activa of activa met een bovenmatige hefboomwerking worden inderdaad minder vaak in BSSS-en opgenomen dan in traditionele securitisaties, wat het verschil in wanbetalingsgraden gedeeltelijk zou kunnen verklaren. Ook blootstellingen met betrekking tot particulieren en kleine partijen, zoals door hypotheken op niet-zakelijk onroerend goed gedekte effecten (RMBS) of consumentenkredieten, komen minder vaak voor in BSSS-en omdat zij een lager risicogewicht hebben. Daardoor leveren zij minder voordeel op als het om kapitaalondersteuning gaat en is de kans groter dat ze onderworpen zijn aan interne concentratiegrenzen, zoals de geografische locatie, het type lener/kredietnemer of de economische sector, waardoor zij geschikter zijn voor traditionele securitisatie.

Figuur 4: Uitsplitsing activaklassen, miljoen EUR



Bron: EBA, IACPM

Kenmerken van de markt

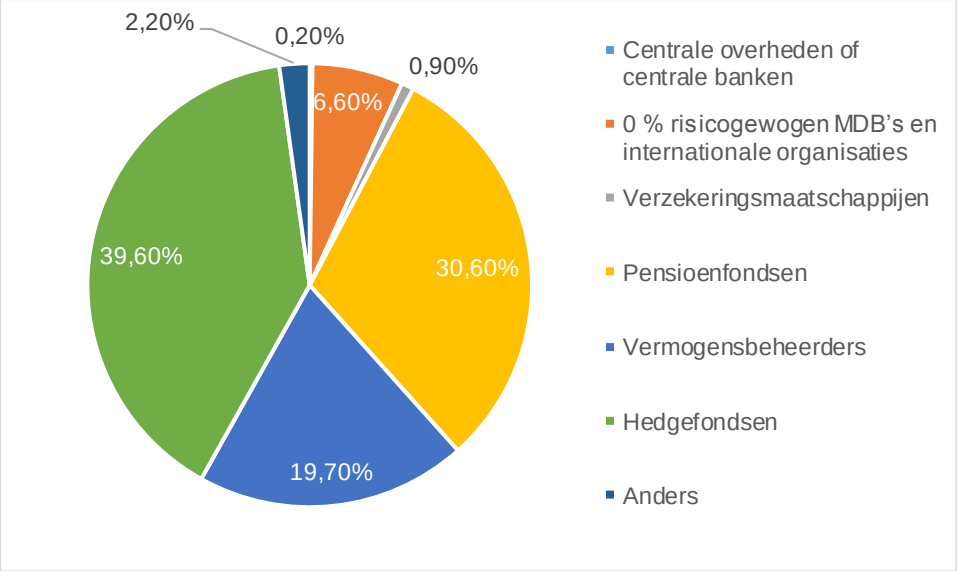
De initiators zijn nu voornamelijk banken, met name grote en systemisch belangrijke banken die gebruik maken van "internal rating-based"-modellen voor de berekening van de kapitaalvereisten. De belangrijkste redenen voor een initiator om een BSSS aan te gaan zijn kredietrisicobeheer en het vrijmaken van kapitaal. Deze laatste wordt steeds belangrijker in het licht van de ontwikkelingen op het gebied van de regelgeving, zoals de invoering van het Bazel III-kader en de toepassing van IFRS 9.

De meeste beleggers in synthetische securitisatie zijn niet-bancaire entiteiten, die doorgaans zeer gespecialiseerd zijn in kredietbeleggingen en ervaring hebben met due diligence met betrekking tot portefeuilles. De beleggersbasis bestaat voornamelijk uit hedgefondsen, pensioenfondsen en vermogensbeheerders, terwijl verzekeringsmaatschappijen een verwaarloosbare minderheid vormen

[8] Gegevens van de afgelopen jaren wijzen op een grotere diversificatie van de activaklassen die gespecialiseerde kredietverlening (waaronder infrastructuurleningen), zakelijk en niet-zakelijk onroerend goed, handelsvorderingen, autoleningen, alsook meer esoterische klassen zoals microleningen en leningen aan landbouwbedrijven omvatten.

(zie figuur 5). De afgelopen jaren hebben multilaterale ontwikkelingsbanken[9] en internationale organisaties (waaronder de EIB/het EIF, die nog steeds belangrijke investeerders in de mkb-/kmo-markt zijn) hun intrede gedaan.

Figuur 5: Investeerders, in termen van % volume van de verdeelde tranches over de periode 2008-2019



Bron: IACPM, EBA; Noot: MDB – Multilaterale ontwikkelingsbank

De kredietprotectiemechanismen die in BSSS worden gebruikt, hebben zich sterk ontwikkeld in de nasleep van de wereldwijde financiële crisis. Niet gefinancierde kredietprotectiemechanismen (bilaterale, onderhandse kredietderivatencontracten, zoals kredietverzuimswaps) zijn bijna volledig vervangen door gefinancierde protectie (met een vooruitbetaling aan de protectienemer, waardoor de blootstelling aan tegenpartijrisico's, zoals credit-linked notes, wordt weggenomen). De EBA benadrukt in haar verslag dat 90 % van de kredietprotectie die door de particuliere beleggers wordt verstrekt, nu gefinancierde kredietprotectie is.

Naast deze extra zekerheid die wordt geboden door de verandering in het gebruik van kredietprotectiemechanismen, heeft de financiële crisis grote veranderingen teweeggebracht in de manier waarop risico's worden gedeeld en binnen de markt worden overgedragen. Volgens de analyse van de EBA dragen de initiators nu doorgaans het junior- en/of mezzanine-element van het kredietrisico van de portefeuille over en behouden zij de "senior" tranche (tranche met een hogere rang) van dezelfde portefeuille. De senior tranche zou normaal gesproken de grootste van de tranches zijn en zou gemiddeld ongeveer 87 % van het totale transactievolume vertegenwoordigen. Dit is een belangrijke verandering in de praktijk ten opzichte van de periode vóór de crisis, toen een "super"-senior tranche[10] in de regel bij beleggers werd geplaatst. De EBA heeft opgemerkt dat, als reactie op de inwerkingtreding van het nieuwe securitisatiekader, achtergestelde tranches dikker lijken te zijn geworden, wat nieuwe beleggers op de markt zou kunnen aantrekken.

Wat de geografische spreiding betreft zijn veel van de grotere transacties geconcentreerd in enkele lidstaten (Verenigd Koninkrijk, Duitsland, Spanje, Frankrijk en Italië), hoewel er ook in andere EU-lidstaten transacties hebben plaatsgevonden. Uit de analyse van de EBA blijkt verder dat het

[9]De multilaterale ontwikkelingsbanken, waarvoor blootstellingen met een risicogewicht van 0 % zijn toegestaan, zijn opgenomen in artikel 117, lid 2, van de VKV.

[10]Het aanwijzen van een "super-senior" tranche was een techniek die door initiators van synthetische securitisaties vóór de wereldwijde financiële crisis werd gebruikt om het risicovrije karakter van de tranche met de hoogste rang in de securitisatiestructuur te benadrukken. De tranche onder de "super-senior" tranche zou een AAA-rating hebben, waardoor de "super-senior" tranche de bijnaam "AAAA-rating" kreeg.

merendeel van de transacties blootstellingen in meerdere jurisdicties bevat, waarvan de meeste betrekking hebben op blootstellingen buiten Europa.

4. IS ER EEN SPECIFIEK STS-KADER VEREIST VOOR SYNTHETISCHE BALANSSECURITISATIES?

Opportuniteitsanalyse

Uit de door de EBA uitgevoerde analyse van de voor- en nadelen blijkt dat de invoering van een specifiek STS-kader voor BSSS waarschijnlijk veel langetermijnvoordelen zal opleveren voor de financiële markten en de reële economie en dat in die mate de algemene financiële stabiliteit naar verwachting zal verbeteren.

De belangrijkste voordelen van de uitbreiding van het label zijn, zoals de naam al aangeeft, het vergroten van de eenvoud, transparantie en standaardisatie van het synthetische securitisatieproduct. Dit zou een oplossing bieden voor enkele van de belangrijkste bronnen van bezorgdheid die aan synthetische securitisatie zijn verbonden, waaronder de vermeende complexiteit, de risico's, de waarschijnlijkheid van arbitrage en fraude en de asymmetrieën in de informatie die erbij komen kijken. De risicobeoordeling, door zowel de betrokken partijen als de toezichthouders, zou worden verbeterd en het algemene toezicht op de markt zou aanzienlijk worden vergemakkelijkt. Zelfs als de markt grotendeels op maat en bilateraal blijft, zouden de bevoegde autoriteiten in kennis worden gesteld van elke transactie die zich beroept op het STS-label en zouden zij de mogelijkheid hebben om deze samen met de betrokken partijen te volgen. Ten slotte zou standaardisatie van de markt het voor nieuwe initiators eenvoudiger maken om de markt te betreden, wat ook meer beleggers zou kunnen aantrekken.

Bovendien zou de uitrol van de laatste elementen van de Bazel III-hervorming het belang van instrumenten voor kredietrisico en kapitaalbeheer, zoals BSSS, vergroten. Door er in deze context voor te zorgen dat de markt zich ontwikkelt binnen de parameters van het robuuste STS-kader, wordt het risico dat de schadelijke praktijken uit het verleden opnieuw opduiken, vermeden, wat de financiële stabiliteit ten goede zal komen.

De EBA waarschuwt echter dat de invoering van een specifiek STS-kader voor BSSS gepaard moet gaan met een zorgvuldig toezicht om negatieve gevolgen te voorkomen. Net als bij het STS-label voor de traditionele securitisatie zou met name het morele risico, zoals nalatigheid van de kant van minder gevorderde beleggers, kunnen toenemen vanwege een mogelijke perceptie dat het STS-label inherent een product met een laag risico inhoudt, ongeacht de verschillen tussen individuele transacties of posities binnen transacties.

Daarnaast is het de vraag of de invoering van een STS-kader voor BSSS zou kunnen leiden tot minder uitgifte van traditionele STS-securitisatie. De kans dat dit risico concreet vorm aanneemt, is echter niet significant. De EBA wijst er ook op dat er, gezien de verschillende functies en doelstellingen – voor zowel de initiators als de beleggers – van de twee instrumenten, geen significante materiële gevolgen voor de traditionele securitisatie worden verwacht.

Tot slot moet worden opgemerkt dat het internationale kader voor eenvoudige, transparante en vergelijkbare securitisatie, dat door het Bazels Comité voor bankentoezicht (BCBS) en de Internationale organisatie van effectentoezichthouders (IOSCO) is ontwikkeld, synthetische securitisatie momenteel van zijn toepassingsgebied uitsluit. Op basis van de verzamelde gegevens en de door de EBA uitgevoerde technische analyse zijn er prudentiële aanwijzingen om een specifiek STS-kader voor BSSS in overweging te nemen.

Haalbaarheidsanalyse

Volgens de EBA zou er in een specifiek STS-kader voor BSSS rekening moeten worden gehouden met de structurele kenmerken van het product, die verschillen van de traditionele securitisatie. Deze omvatten met name het tegenpartijkredietrisico, de modaliteiten van de kredietoverdracht en de verschillende motivaties en perspectieven voor de protectienemers en -gevers.

Op basis van de bestaande STS-criteria voor "true-sale"-securitisaties heeft de EBA een reeks STS-criteria vastgesteld die van toepassing kunnen zijn op BSSS, waarbij er tegelijkertijd rekening wordt gehouden met de specifieke kenmerken van deze laatste. Deze criteria moeten er ook voor zorgen dat risicodragende activa die buiten het toepassingsgebied van de traditionele STS-securitisaties vallen, zoals niet-renderende leningen, door bedrijfshypotheken gedekte effecten of door zekerheden gedekte leningsverplichtingen (*collateralised loan obligations*), buiten het toepassingsgebied van het STS-label blijven.

Met betrekking tot eenvoud en transparantie kunnen veel van de "true sale"-STS-criteria ook worden toegepast op synthetische transacties. Sommige criteria moeten worden aangepast of vervangen omdat ze niet relevant zijn voor synthetische transacties. Zo zouden bijvoorbeeld het "true sale"-criterium en de handhaving ervan moeten worden vervangen door een definitie van synthetische balanssecuritisatie, die zo is opgesteld dat arbitragetransacties worden uitgesloten, en door vereisten om de doeltreffendheid van kredietprotectieovereenkomsten te waarborgen. Een aantal nieuwe criteria, zoals het specificeren van kredietprotectiepremies en gevallen van vroegtijdige beëindigingsgebeurtenissen, werden eveneens noodzakelijk geacht.

De EBA stelt voor de criteria van standaardisatie ingrijpend te herzien, omdat slechts enkele algemene criteria relevant zouden zijn voor synthetische transacties, zoals de risicobehoudvereiste. Andere criteria, zoals de beperking van rente- en valutarisico's of de toerekening van verliezen en de afschrijving in tranches, zijn gewijzigd om de aard van de BSSS-praktijken beter weer te geven. Ten slotte komen er in een aantal nieuwe criteria belangrijke aspecten aan de orde, zoals kredietprotectiemechanismen, synthetische overgebleven rentemarge, kredietgebeurtenissen en kredietprotectiebetalingen. Het standaardiseren van deze grotendeels op maat gemaakte markt wordt gezien als een van de belangrijkste uitdagingen voor het opstellen van een efficiënt STS-kader. De voorgestelde reeks criteria houdt rekening met de bestaande beste marktpraktijken om een voorzichtige en werkbare standaard vast te stellen.

Bijlage II bevat een volledige lijst van de door de EBA vastgestelde STS-criteria.

Net als bij "true sale"-STS-securitisaties wil het synthetische STS-label niet zozeer zeggen dat de securitisatie risicoloos is, maar eerder dat het product aan een aantal criteria voldoet en dat zorgvuldig handelende protectienemers en -gevers, alsook een nationale bevoegde autoriteit, in staat zullen zijn het risico in kwestie te analyseren. De vastgestelde criteria houden rekening met de verschillende doelstellingen van synthetische securitisaties, d.w.z. dat ze worden uitgevoerd met het oog op het kapitaal- en risicobeheer in tegenstelling tot financiering, dat de onderliggende activa niet daadwerkelijk worden verkocht, dat er geen sprake is van blootstelling aan een tegenpartijkredietrisico enz., en streven er daarom naar zowel de initiators als de beleggers te beschermen (aangezien de initiator vanwege het behoud van de senior tranche ook een belegger is in de transactie). Het STS-kader voor "true sale" is daarentegen gericht op een maximale bescherming van uitsluitend de belegger, aangezien door de verkoop van de activa aan een SSPE de bescherming van de initiator minder relevant wordt.

5. PREFERENTIËLE KAPITAALBEHANDELING

Vanuit prudentieel oogpunt worden synthetische securitisaties momenteel behandeld als traditionele ("true sale") niet-STS-securitisaties. De enige uitzondering op deze benadering is opgenomen in artikel 270 van de VKV voor de synthetische securitisaties van mkb-/kmo-leningen. Artikel 270 is gericht op de senior tranche die door de initiator van synthetische securitisaties wordt aangehouden en die aan een reeks beperkende criteria moet voldoen:

- ten minste 70 % van de gesecuritiseerde blootstellingen moet bestaan uit blootstellingen met betrekking tot het mkb/kmo's, zoals gedefinieerd in artikel 501 van de VKV;
- de securitisatie moet voldoen aan de STS-criteria voor "true sale" zoals die gelden voor een synthetische securitisatie;
- het kredietrisico dat niet door de initiator wordt aangehouden, wordt overgedragen door middel van een garantie of tegengarantie die voldoet aan de VKV-vereisten voor kredietrisicolimitering, en de garantiegever/tegengarantiegever is ofwel a) een centrale overheid of centrale bank van een lidstaat, een multilaterale ontwikkelingsbank of internationale organisatie en komt in aanmerking voor een 0 %-risicowegingsbehandeling in het kader van de standaardbenadering voor kredietrisico; ofwel b) een institutionele belegger, op voorwaarde dat de garantie of tegengarantie volledig gedekt is met zekerheden in de vorm van contanten die gedeponeerd zijn bij de initiator.

Ondanks enkele beperkingen met betrekking tot de verzamelde gegevens en praktische ervaring met het traditionele STS-securitisatiekader, zou uit de technische analyse van de EBA kunnen worden geconcludeerd dat de inherente risico's in verband met BSSS-en die aan aangepaste STS-criteria voldoen, een herziening van de VKV noodzakelijk kunnen maken met het oog op een meer risicogevoelige kapitaalbehandeling van de senior tranche van deze instrumenten, om deze af te stemmen op de preferentiële behandeling van traditionele STS-securitisaties. Zoals de EBA heeft opgemerkt, zou dit gerechtvaardigd zijn door de goede prestaties van BSSS in vergelijking met synthetische arbitragesecuritisatie en traditionele securitisatie, zeker wat de lage wanbetalings- en verliesgraden betreft. Bovendien zou de uitbreiding van het STS-label het mogelijk maken eenvoudigere, meer gestandaardiseerde en transparantere synthetische securitisaties beter te waarderen, waarbij lagere principaal-agentrisico's en modelrisico's worden verwacht.

Zoals in het EBA-verslag is aangegeven, maken BSSS-en op dit moment geen deel uit van het door het Bazelse Comité ontwikkelde STS-kader, dat op traditionele securitisaties is gericht. Deze afwijking van de normen van Bazel zou niettemin prudentieel gemotiveerd zijn door gegevens en technische analyses die de prudentiële deugdelijkheid van een uitbreiding van het STS-kader tot BSSS rechtvaardigen.

De uitbreiding van het STS-kader tot BSSS zou deze laatste in staat stellen voordeel te trekken uit de vastgestelde preferentiële kapitaalbehandeling voor het STS-product. Dit zou echter kunnen worden bereikt door een gerichte herziening van artikel 270 van de VKV, met enerzijds a) een uitbreiding van de in dit artikel voorziene preferentiële kapitaalbehandeling tot alle BSSS-en die aan de STS-normen voldoen, ongeacht het soort onderliggende blootstelling (door bepalingen te schrappen die dit artikel momenteel beperken tot BSSS-en die bestaan uit ten minste 70 % van de gesecuritiseerde blootstellingen met betrekking tot het mkb/kmo's), terwijl anderzijds b) het reeds bestaande beperkte toepassingsgebied van de preferentiële kapitaalbehandeling wordt gehandhaafd voor de senior tranche die door de initiator wordt aangehouden en die als minder riskant wordt beschouwd. Als gevolg van deze aanpassingen zou de door de initiator aangehouden senior tranche onderworpen zijn aan een 10 %-ondergrens voor risicogewichten.

Over het geheel genomen zou de herziening van zowel het STS-kader als de VKV met betrekking tot BSSS, door een gedifferentieerde prudentiële behandeling van STS-conforme BSSS ten aanzien van niet-STS-conforme BSSS en arbitragesecuritisatie mogelijk te maken, de risicogevoeligheid van het prudentiële kader verhogen en de aantrekkelijkheid van het STS-kader versterken.

6. CONCLUSIES

Uit de EBA-analyse blijkt dat het mogelijk is om voor synthetische securitisatie normen vast te stellen die het mogelijk maken de belangrijkste drijvende krachten achter de structurering van risico's, zoals principaal-agentrisico's en modelrisico's, op dezelfde manier te beperken als voor traditionele securitisatie het geval is, waardoor er een subgroep van synthetische securitisatie wordt gecreëerd die vergelijkbaar is met de traditionele STS-securitisatie. Er zijn namelijk aanwijzingen dat de historische prestaties van synthetische balanssecuritisatie over het algemeen hoger zijn dan die van traditionele securitisaties voor dezelfde activaklasse. Vanuit technisch oogpunt zijn er dan ook geen aanwijzingen dat de synthetische securitisatiestructuur inherent tot hogere verliezen leidt dan de traditionele securitisatiestructuur. Een gezonde synthetische structuur heeft geen negatieve invloed op de prestaties van de securitisatie.

De analyse wijst niet op materiële negatieve gevolgen die zouden kunnen voortkomen uit de totstandbrenging van een specifiek STS-kader voor synthetische balanssecuritisaties. Anderzijds levert de heropleving van de markt voor synthetische securitisaties en de ontwikkeling hiervan binnen het robuuste STS-kader een aantal voordelen op voor de banken, de financiële markt en de financiële stabiliteit in het algemeen. De risico-overdracht van banken naar de niet-bancaire sector is een van de belangrijkste doelstellingen van de kapitaalmarktenunie en zou, door de beschikbaarheid van krediet voor degenen die het nodig hebben te vergemakkelijken, de economische groei kunnen bevorderen.

Op basis van de EBA-analyse is het mogelijk een specifiek kader voor synthetische STS-balanssecuritisaties tot stand te brengen en een gedifferentieerde regelgevende behandeling vast te stellen, die beperkt blijft tot de aanpassing van de prudentiële ondergrens voor de senior tranche die door de initiërende kredietinstelling moet worden aangehouden, aan een niveau dat gelijkwaardig is aan het traditionele STS-kader.

BIJLAGEN

Bijlage I: Samenvattende vergelijking van de synthetische markt vóór en na de crisis

	Synthetische markt vóór de crisis	Synthetische markt na de crisis
Markt	Openbaar	Particulier of bilateraal
Type securitisatie	Arbitrage- en balanssecuritisatie	Praktisch uitsluitend balanssecuritisatie
Particulier/Openbaar	Voornamelijk openbaar met rating	Voornamelijk particulier en bilateraal
Activa	Voornamelijk bedrijfsactiva	Voornamelijk bedrijfsactiva, diversificatie en toevoeging van nieuwe activaklassen
Initiators	Middelgrote tot grote banken, gestandaardiseerde banken die overgaan op de IRB-benadering	Grote banken, voornamelijk SIFI's
Beleggers	Breed, hoofdzakelijk ABS	Geringe spread, hoofdzakelijk alternatieve beleggingen
Structuur	Volledige synthetische structuur (senior + junior)	Alleen mezzanine / junior
Kredietprotectiemechanisme	Niet gefinancierd	Gefinancierd, en niet gefinancierd voor openbare sector

Bron: EBA, Integer Advisors

Bijlage II: Overzicht van STS-criteria en vergelijking met STS-criteria voor traditionele securitisatie

Criterium	Vergelijking met de criteria voor traditionele (niet-ABCP) securitisatie (verwijzingen naar artikelen in de securitisatieverordening)
Eenvoud	
Criterium 1: Synthetische balanssecuritisatie, kredietrisicolimitering	Vervanging van het criterium inzake "true sale"/cessie/cessie in een later stadium, terugvorderingsbepalingen, verklaringen en garanties inzake de afdwinging van true sale (artikel 20, leden 1 tot en met 5, van de securitisatieverordening) – houdende een definitie van synthetische balanssecuritisatie en een vereiste om de doeltreffendheid van de kredietprotectieovereenkomst te waarborgen (criteria voor kredietrisicolimitering)
Criterium 2: Verklaringen en garanties	Aanpassing van het criterium inzake verklaringen en garanties (artikel 20, lid 6): uitbreiding van de vereiste verklaringen en garanties en aanpassing van het doel en de inhoud ervan
Criterium 3: Toelaatbaarheidscriteria, geen actief portefeuillebeheer	Aanpassing van het criterium inzake de toelaatbaarheidscriteria, geen actief portefeuillebeheer (artikel 20, lid 7): aanpassing van de toegestane technieken voor portefeuillebeheer, opname van aanvullende voorwaarden voor de verwijdering van de onderliggende blootstellingen bij securitisatie
Criterium 4: Homogeniteit, afdwingbare verplichtingen, volledig verhaalsrecht op debiteuren, periodieke betalingsstromen	*Van vergelijkbare strekking (artikel , lid 8)*
Criterium 5: Geen effecten	*Van vergelijkbare strekking (artikel 20, lid 8)*
Criterium 6: Geen hersecuritisatie	*Van vergelijkbare strekking (artikel 20, lid 9)*
Criterium 7: Afsluitstandaarden en materiële wijzigingen daarvan	Aanpassing van het criterium betreffende de afsluitstandaarden en materiële wijzigingen daarvan (artikel 20, lid 10): aanvullende verduidelijking met betrekking tot de soorten toelaatbare debiteuren en met betrekking tot het overnemen van de onderliggende blootstellingen
Criterium 8: Leningen op basis van zelfcertificering	*Van vergelijkbare strekking (artikel 20, lid 10)*
Criterium 9: De kredietwaardigheid van de kredietnemer	*Van vergelijkbare strekking (artikel 20, lid 10)*
Criterium 10: Expertise van de initiator	*Van vergelijkbare strekking (artikel 20, lid 10)*
Criterium 11: Geen blootstellingen waarbij er sprake is van wanbetaling of blootstellingen die het voorwerp zijn van bestaande geschillen	*Van vergelijkbare strekking (artikel 20, lid 11)*
Criterium 12: Ten minste één	*Van vergelijkbare strekking (artikel 20, lid 12)*

gedane betaling	
NIEUW criterium: Kredietprotectiepremies	Met de aanduiding dat de kredietprotectiepremies voorwaardelijk moeten zijn, d.w.z. dat het feitelijke bedrag van de betaalde premie afhankelijk moet zijn van de omvang en het kredietrisico van de beschermde tranche. Gegarandeerde premies, vooruitbetaalde premies, kortingsmechanismen of andere soortgelijke mechanismen zijn niet toegestaan
NIEUW criterium: Vroegtijdige beëindigingsgebeurtenissen	Met aanduiding van een volledig, beperkt aantal vroegtijdige beëindigingsgebeurtenissen
Standaardisatie	
Criterium 13: Risicobehoudvereisten	*Van vergelijkbare strekking (artikel 21, lid 1)*
Criterium 14: Passende limitering van rente- en valutarisico's	Aanpassing van het criterium inzake passende limitering van rente- en valutarisico's (artikel 21, lid 2): voor het nader specificeren van maatregelen voor passende limitering van rente- en valutarisico's, aangepast aan de synthetische securitisatie
Criterium 15: Referentierentebetalingen	*Van vergelijkbare strekking (artikel 21, lid 3)*
Criterium 16: Een sommatie tot nakoming of een sommatie tot vervroegde betaling	Aanpassing van het criterium inzake de vereisten na sommatie tot nakoming of tot vervroegde betaling (artikel 21, lid 4): aangepast om er rekening mee te houden dat niet alle synthetische securitisaties gebruik maken van SSPE's
Criterium 17: Toerekening van de verliezen en de afschrijving in tranches	Aanpassing van het criterium inzake de vereisten voor niet-sequentiële rangorde van betalingen (artikel 21, lid 5): aangepast met aanvullende vereisten voor pro rata afschrijving en toerekening van de verliezen
Criterium 18: Vervroegde aflossingsbepalingen/triggers voor de beëindiging van de doorroltermijn	Aanpassing vervroegde aflossing of triggers voor de beëindiging van de doorroltermijn (artikel 21, lid 6): aangepast met vereisten voor vervroegde aflossing alleen in het geval van het gebruik van een SSPE
Criterium 19: Transactiedocumentatie	Aanpassing van het criterium inzake de transactiedocumentatie (artikel 21, lid 7): met aanvullende vereisten voor standaarden en procedures van servicing
Criterium 20: Expertise servicer	*Van vergelijkbare strekking (artikel 21, lid 8)*
Criterium 21: Referentieregister	Vervanging van het criterium inzake definities en remedies in de transactiedocumentatie (artikel 21, lid 9): eisen voor de transactiedocumentatie om de betalingsvoorwaarden te specificeren vallen onder afzonderlijke criteria
Criterium 22: Tijdige oplossing van conflicten tussen beleggers	*Van vergelijkbare strekking (artikel 21, lid 10)*
NIEUW criterium: Kredietgebeurtenissen	Definities van kredietgebeurtenissen, waaronder verwijzing naar de bestaande VKV-tekst, en respijtmaatregelen
NIEUW criterium: Kredietprotectiebetalingen	Criteria voor kredietprotectiebetalingen, waaronder dat zij gebaseerd moeten zijn op het daadwerkelijk geleden verlies
NIEUW criterium: Kredietprotectiebetalingen na vroegtijdige verrekening/definitieve	Specificeren van criteria voor het waarborgen van een minimale tijdigheid bij kredietprotectiebetalingen

afwikkeling van de transactie aan het einde van de wettelijke looptijd van de kredietprotectieovereenkomst	
NIEUW criterium: Synthetische overgebleven rentemarge	Specificeren van de voorwaarden waaronder de initiator zich zou mogen verbinden tot een synthetische overgebleven marge in de transactie. De wisselwerking tussen synthetische overgebleven marge en een mogelijke beoordeling door de toezichthouder van de verwezenlijking van een significante en evenredige risico-overdracht moet worden gespecificeerd.
NIEUW criterium: Geschikte kredietprotectie, tegenpartijen en zekerheden.	Specificeren van een duidelijke regelgeving voor de kredietprotectieovereenkomst en de zekerheid in de transactie
Transparantie	
Criterium 23: Gegevens over historische wanbetalings- en verliesprestaties	*Van vergelijkbare strekking (artikel 22, lid 1)*
Criterium 24: Externe verificatie van de steekproef	*Van vergelijkbare strekking (artikel 22, lid 2)*
Criterium 25: Kasstroommodel van de passiva	*Van vergelijkbare strekking (artikel 22, lid 3)*
Criterium 26: Milieuprestaties van de activa	*Van vergelijkbare strekking (artikel 22, lid 4)*
Criterium 27: Naleving van de transparantievereisten	*Van vergelijkbare strekking (artikel 22, lid 5)*
NIEUW criterium: Met controle belaste agenten	Vaststelling van de noodzaak om een onafhankelijke externe agent aan te stellen, die bepaalde elementen van de kredietinformatie voor elke onderliggende blootstelling verifieert.

Bron: EBA