

NL

NL

NL



EUROPESE COMMISSIE

Brussel, 28.5.2010  
COM(2010)262 definitief

**VERSLAG VAN DE COMMISSIE  
AAN DE RAAD EN HET EUROPEES PARLEMENT**

**VERWACHTE IMPACT VAN ARTIKEL 122 BIS VAN RICHTLIJN 2006/48/EG**

**VERSLAG VAN DE COMMISSIE  
AAN DE RAAD EN HET EUROPEES PARLEMENT**

**VERWACHTE IMPACT VAN ARTIKEL 122 BIS VAN RICHTLIJN 2006/48/EG**

1. Securitatie is een bedrijfsmodel waarbij een uitgevende instelling<sup>1</sup> leningen en andere activa met een kredietrisico overdraagt aan beleggers in de vorm van tranches. Deze tranches vertegenwoordigen rechten op de gesecuritiseerde activa van verschillende senioriteit, waarbij de senioriteit bepaalt in welke volgorde verliezen op de gesecuritiseerde activa voor rekening komen van de beleggers in deze verschillende tranches. Sinds de zomer van 2007, toen er grote onverwachte verliezen op securitisaties van hypotheekleningen aan de oppervlakte kwamen, zijn de securitatie markten ernstig verstoord, een situatie waarvan ze slechts langzaam en gedeeltelijk herstellen. Omdat deze verstoring grote schade heeft toegebracht aan het financiële systeem en de economie in het algemeen, is het van cruciaal belang dat er regelgeving wordt aangenomen om de onderliggende oorzaken van de grote onverwachte verliezen in bepaalde securitisaties aan te pakken. Eén van de onderliggende oorzaken die kan worden gesignaleerd, is het ontbreken van adequate praktijken voor het overnemen van leningen bij de uitgevende instellingen. Deze praktijken waren mogelijk omdat professionele beleggers<sup>2</sup> in de securitatie tranches onvoldoende grondig onderzoek verrichtten naar hun beleggingen en de uitgevende instellingen daarom niet tot gedisciplineerd gedrag werden gedwongen.
  
2. Artikel 122 bis<sup>3</sup> stelt eisen aan kredietinstellingen in de Europese Unie om te waarborgen dat ze alleen in securitisaties beleggen waarnaar ze voldoende grondig onderzoek hebben verricht en waarvoor geldt dat de initiators een prikkel hebben om zorgvuldig te werk te gaan bij het overnemen van de te securitiseren leningen. Ook verplicht het artikel kredietinstellingen – wanneer ze zelf als initiator optreden – om de nodige informatie beschikbaar te stellen voor het onderzoek door de beleggers. Het artikel is tijdens het wetgevingsproces substantieel gewijzigd en er is in de definitieve versie, mede gezien de moeilijke situatie waarin de securitatie markten verkeerden, geen effectbeoordeling van de eisen in hun definitieve vorm uitgevoerd. Tijdens het wetgevingsproces zijn er met name zorgen geuit over de doelmatigheid van een van de elementen van het artikel, te weten de eis dat instellingen die securitisaties uitgeven een deel van de risico's van de securitatie blijven dragen ("het aanhoudingsvereiste"), zodat ze een prikkel hebben om op een zorgvuldige wijze leningen te verstrekken en te verpakken. Deze zorgen hebben geleid tot de opname van de volgende bepaling:

---

<sup>1</sup> Gemakshalve wordt in de verslag de term "uitgevende instelling" gebruikt voor banken die deze beide activiteiten ontplooiën, ook als de effecten worden uitgegeven door een special purpose entity en de uitgevende instelling technisch een sponsor of initiator in de zin van de richtlijn is.

<sup>2</sup> Retailbeleggers zijn slechts indirect en in zeer beperkte mate aan securitatie tranches blootgesteld; wanneer deze retailbeleggers financiële producten hebben gekocht die securitatie tranches bevatten, zullen ze de risico's hebben onderschat vanwege de verkooppraktijken en de inadequate transparantie van deze producten.

<sup>3</sup> Zie de bijlage voor een uittreksel van de tekst van de richtlijn.

"De Commissie legt uiterlijk op 31 december 2009 een verslag voor over de verwachte impact van artikel 122 bis, en legt dat verslag voor aan het Europees Parlement en de Raad, samen met eventuele passende voorstellen. De Commissie stelt haar verslag op na overleg met het Comité van Europese banktoezichthouders. In het verslag wordt met name aandacht besteed aan de vraag of de minimumvereisten voor het aanhouden uit hoofde van artikel 122 bis, lid 1, bijdragen aan het behalen van de doelstelling van het beter op elkaar afstemmen van de belangen van initiators of sponsors en beleggers en de financiële stabiliteit versterken en of een verhoging van het minimumniveau voor het aanhouden passend zou zijn, rekening houdend met de internationale ontwikkelingen."<sup>4</sup>

3. Dienovereenkomstig wordt in dit verslag een beoordeling op hoog niveau gemaakt van de algemene impact van artikel 122 bis (deel 1 van het verslag), waarna de doelmatigheid van het aanhoudingsvereiste en de vraag of het passend is om het minimumniveau te verhogen aan de orde komen (deel 2). In deel 3 van het verslag worden conclusies getrokken. Het verslag bevat een bijlage waarin de technische suggesties van het Comité van Europese banktoezichthouders (CEBT) voor het verbeteren van enkele specifieke aspecten van de aanhoudingsregel worden besproken. De Commissie merkt op dat ze verplicht is dit verslag op te stellen voordat het desbetreffende vereiste van de richtlijn in de wetgeving van de lidstaten dient te worden opgenomen. Daarom wordt in dit verslag consequent gesproken van de *verwachte* impact van het vereiste en van de *verwachte* merites van het verhogen van het minimumaanhoudingsniveau, maar daarbij kan niet worden voortgebouwd op concrete ervaringen met de toepassing van dit vereiste.

## 1. VERWACHTE ALGEMENE IMPACT VAN ARTIKEL 122 BIS

4. De verwachte impact van artikel 122 bis moet worden beoordeeld tegen de achtergrond van de situatie waarin de securitisatiemarkten momenteel verkeren. Voor de crisis werd securitisatie algemeen gewaardeerd als een stabiliserende factor voor het financiële systeem. Securitatie werd verondersteld van essentieel belang te zijn voor een efficiëntere allocatie van kredieten, waarbij kredietrisico's over een bredere en meer diverse groep beleggers werden gespreid en niet op de balansen van banken werden geconcentreerd. Het bankensysteem en het financiële systeem in het algemeen zouden daardoor aan weerbaarheid winnen, het op grote schaal failliet gaan van banken zou zo worden voorkomen en de kredietcycli zouden soepeler verlopen. Het bleek echter dat de mate van risicospreiding verre van ideaal was. De securitisaties bleken uiteindelijk in het bezit van andere banken te zijn, hetzij direct, hetzij indirect, en vaak zonder dat deze banken een goed begrip hadden van het risico waarin ze diversifieerden.
5. Securitatie heeft ook geleid tot ernstige principaal-agentproblemen, in die zin dat de prikkels tussen de uitgevende instellingen en de uiteindelijke beleggers slecht op elkaar waren afgestemd. Terwijl de risico's werden doorgegeven in de keten, streefden de partijen die in de beste positie verkeerden om prudente normen voor deelnemingen in en/of overnemingen van leningen en monitoring te handhaven, veeleer naar maximalisatie van de vergoeding. Bovendien verzuimden veel beleggers

---

<sup>4</sup> Zie artikel 156, negende alinea.

aan het einde van de keten om voldoende grondig onderzoek uit te voeren en vertrouwden ze voor hun risicobeoordelingen te veel op kredietratingbureaus. Dit in te hoge mate vertrouwen op de kredietratings vloeide voor een deel voort uit de toenemende complexiteit van de producten en het feit dat het steeds moeilijker werd om de nodige analytische capaciteiten zelf in huis te hebben. Bij de ratingbureaus zelf werden vaak tekortschietende methoden en gegevens gebruikt om ratings toe te kennen, en de beleggers die daarop vertrouwden beschikten niet altijd over voldoende analytische capaciteiten en informatie om de ratings van de bureaus in twijfel te trekken en beleggingen zelfstandig te beoordelen.

6. De wereldwijde bruto-uitgifte van securitisaties groeide van vrijwel nul in de jaren negentig van de vorige eeuw naar een piek van bijna 5 000 miljard USD in 2006. Sindsdien zijn de volumes scherp gedaald. De Amerikaanse markt voor particuliere (in tegenstelling tot door de overheid gesponsorde) securitisaties met hypotheek als onderpand ("mortgage-backed securities") is bijna volledig ingestort. Deze ineenstorting is gedeeltelijk gecompenseerd door de sterke opkomst van Europese emissies – die echter vrijwel uitsluitend bestaan uit effecten die door de uitgevende instellingen in hun bezit worden gehouden om te dienen als onderpand voor het verkrijgen van toegang tot liquiditeitsfaciliteiten van centrale banken. De uitgifte van securitisaties die geen vastgoed als onderpand hebben, is vrij robuust gebleken, ook weer ondersteund door centralebankfaciliteiten. Daartegenover staat dat professionele beleggers, ook al zullen de prestaties van de onderliggende leningen van securitisaties die geen hypotheek als onderpand hebben<sup>5</sup> naar verwachting verslechteren, zich nog relatief comfortabel lijken te voelen met dergelijke effecten. Dit zou grotendeels kunnen voortvloeien uit de gedachte dat de structuren en de dynamiek van de prestaties beter worden begrepen en de perceptie dat uitgevende instellingen een substantiële "vinger in de pap" blijven houden, hetgeen betekent dat ze een deel van het risico van de vorderingen die ze securitiseren, zelf blijven dragen.
7. Tegen deze achtergrond verwacht de Commissie dat de impact van artikel 122 bis op de securitisaties positief zal zijn. Het artikel zal eraan bijdragen dat de prikkels van uitgevende instellingen en beleggers meer op elkaar worden afgestemd, waardoor de securitisaties degelijker worden en er nieuw vertrouwen in deze financieringsbron zal ontstaan. Het uiteindelijke gevolg zal mogelijk zijn dat de volumes weer gaan toenemen en dat securitisaties weer belangrijker worden als bron van herfinanciering van door de financiële sector aan de reële economie verstrekte kredieten, waarbij de excessen die in de loop van de crisis aan de oppervlakte zijn gekomen echter worden voorkomen<sup>6</sup>. In artikel 122 bis wordt een driedelige aanpak gevolgd. In de eerste plaats moeten als belegger optredende kredietinstellingen een lijst van te treffen voorzorgsmaatregelen in acht nemen (en moeten toezichthouders toezien op de naleving van die lijst). Deze verplichte maatregelen houden onder meer in dat de belegger vóór de belegging een stresstest moet uitvoeren op de effecten die hij koopt, waarbij ook naar de waarde van de onderliggende portefeuille van kredieten moet worden gekeken. In de tweede plaats moeten als initiator optredende kredietinstellingen de noodzakelijke informatie beschikbaar stellen zodat beleggers

---

<sup>5</sup> Zoals schulden op kredietkaarten of autoleningen.

<sup>6</sup> Merk op dat de eisen alleen van toepassing zullen zijn op nieuwe uitgiften en, na een aflossingsvrije periode, ook op bestaande securitisaties die "opnieuw worden aangevuld" met nieuwe te securitiseren leningen.

hun grondige onderzoek adequaat kunnen uitvoeren. In de derde plaats moeten de uitgevers van securitisaties een economisch belang van ten minste 5% in "hun" securitisaties aanhouden. Deze drie elementen van de aanpak zijn er samen op gericht om de belangen van beleggers en initiators op één lijn te brengen, door ervoor te zorgen dat:

- beleggers niet blind beleggen in iets wat ze niet werkelijk begrijpen;
- beleggers de uitgevende instellingen aan discipline kunnen onderwerpen; en
- initiators ook hun eigen geld aan risico's blootstellen en geen prikkel hebben om slechte leningen te securitiseren.

8. Artikel 122 bis leidt niet alleen tot verbeteringen doordat prikkels beter op elkaar worden afgestemd en daarmee het nemen van buitensporige risico's wordt voorkomen, maar zal ook bepaalde extra kosten voor securitisaties met zich meebrengen. Deze kosten vloeien voort uit het feit dat uitgevende instellingen informatie beschikbaar moeten stellen, dat beleggers kosten moeten maken in verband met het onderzoek naar de beleggingen en, tot slot, dat uitgevende instellingen posities in hun eigen securitisaties moeten financieren. De Commissie verwacht dat deze extra kosten het hoogst zullen zijn voor bedrijfsmodellen waarbij het beschikbaar stellen van informatie, het onderzoek naar beleggingen en het aanhouden van posities in eigen securitisaties vóór de crisis niet adequaat geregeld waren. Geen van deze extra kosten kan echter als equivalent aan maatschappelijke welvaartsverliezen worden beschouwd. Een deel van deze kosten kan veeleer worden aangemerkt als kosten voor één marktdeelnemer die anders door een andere marktdeelnemer zouden worden gedragen. De uitgevende instelling maakt bij het beleggen in de eigen securitisaties met name kosten die met herfinanciering en potentiële kredietverliezen verband houden en die anders door de beleggers in de securitisaties zouden worden gedragen. Het aanhouden door de uitgevende instelling van posities in eigen securitisaties brengt alleen echte kosten met zich mee wanneer de uitgevende instelling bijzonder hoge financieringskosten heeft voor het zelf aanhouden van dergelijke posities, hetgeen het geval kan zijn bij enkele uitgevers van securitisaties die geen bank zijn. In die omstandigheden kan er sprake zijn van verminderde concurrentie tussen kredietverstrekkers, waardoor er mogelijk echte kosten wegens het aanhouden van posities in eigen securitisaties worden gemaakt.

9. Met name het beschikbaar stellen van informatie en het onderzoeken van beleggingen brengen reële transactiekosten voor het securitisatiemodel met zich mee. Terwijl een bank in het kader van de normale bankactiviteiten kredieten evalueert en kredietbesluiten neemt, waarbij het krediet tot de vervaldatum in de boeken blijft staan, is in het securitisatiemodel ten minste ook de belegger betrokken als een derde partij die een aanvullende controle moet uitvoeren op basis van de informatie die door de uitgevende instelling beschikbaar is gesteld. Deze kosten zijn onvermijdelijk opdat het securitisatiemodel op een deugdelijke manier zou worden uitgevoerd. Door een minimumnorm voor informatieverstrekking en zorgvuldigheid op te leggen, verhoogt de richtlijn de kosten van securitisatie alleen in situaties waarin de activiteit anders niet met de benodigde gestrengheid zou zijn uitgevoerd. Om die reden zijn de extra transactiekosten voor de uitgevende instellingen en de beleggers, samen met de kosten van het openbare toezicht op de naleving van de eisen, in evenwicht met de maatschappelijke voordelen van een weerbaarder securitisatiemodel.

## 2. DOELMATIGHEID VAN EEN MINIMUMNIVEAU VOOR HET AANHOUDEN VAN POSITIES IN EIGEN SECURITISATIES

10. Conform het advies dat van het CEBT is ontvangen, is de Commissie van mening dat er voor het aanhouden van posities in eigen securitisaties niet één enkele omvang of één enkele vorm bestaat<sup>7</sup> die optimaal is voor alle securitisaties. Omdat het aanhouden van posities in eigen securitisaties tot doel heeft het belang van de uitgevende instelling in overeenstemming te brengen met dat van de belegger, is de belangrijkste bepalende factor voor een optimaal niveau van de posities die moeten worden aangehouden, de mogelijkheid dat de prikkels die in een gegeven securitisatie zijn ingebouwd, niet op elkaar afgestemd zijn. Deze mogelijke slechte afstemming moet worden gezien in het licht van de kansen voor de uitgevende instelling om activa te selecteren, deze te combineren in een securitisatie en de transactie zodanig te structureren dat de eigen winsten worden verbeterd ten koste van de beleggers. De beslissende vraag heeft betrekking op de mate waarin de belegger het risico- en beloningsprofiel van de securitisatie kan begrijpen. In het ene uiterste geldt dat wanneer de potentiële belegger niet over informatie zou beschikken of geen enkel inzicht zou hebben in het risico en de opbrengsten van de securitisatie, de optimale oplossing erin zijn bestaan dat de potentiële uitgevende instelling alle risico's en mogelijke opbrengsten van de activa voor zichzelf zou houden, wat wil zeggen dat de uitgevende instelling de activa helemaal niet zou securitiseren. Anders zou de uitgevende instelling een sterke prikkel hebben om de onwetende beleggers te misleiden over het werkelijke risico.
11. In het andere uiterste, namelijk indien de uitgevende instelling geen informatievoorsprong op de belegger zou hebben met betrekking tot de risico's die aan elk afzonderlijk onderliggend activum verbonden zijn, zou er geen slechte afstemming van belangen kunnen plaatsvinden en zou de uitgevende instelling geen risico voor zichzelf moeten houden. Uiteraard is geen van beide gevallen realistisch als het om echte securitisaties gaat. Zeker is evenwel dat de uitgevende instelling bijna altijd een comparatieve informatievoorsprong op de belegger heeft en over meer capaciteiten beschikt om die informatie te evalueren. De uitgevende instelling zal de leningen vaak zelf hebben geïnitieerd en mogelijk jarenlange ervaring in het relevante marktsegment hebben, terwijl de belegger misschien slechts incidenteel een securitisatie van de respectieve leningen zal kopen om deze in een gediversifieerde portefeuille op te nemen.
12. Om het structurele comparatieve nadeel van de belegger op het gebied van de toegang tot informatie en het vermogen om die informatie te evalueren te compenseren, komt het erop aan de verschillende belangen met elkaar in overeenstemming te brengen. De juiste omvang van het te behouden risico en de juiste vorm waarin dat moet gebeuren, hangen echter af van de grootte van dit nadeel. Verschillende securitisaties brengen verschillende informatieasymmetrieën met zich mee. Het resultaat is afhankelijk van bijvoorbeeld de soorten onderliggende activa, met aan het ene uiteinde van het spectrum leningen aan ondernemingen die uitgebreide financiële informatie publiceren en aan het andere uiteinde kleinschalige leningen of complexe gestructureerde leningen voor projectfinanciering waarover weinig informatie publiekelijk beschikbaar is. Daarom zijn bij verschillende

---

<sup>7</sup> Bijvoorbeeld eerste verliezen of verschillende tranches van een securitisatie.

securitisaties verschillende aanhoudingsmaatregelen nodig om de uiteenlopende belangen met elkaar in overeenstemming te brengen teneinde de informatieasymmetrieën te compenseren. In elk specifiek geval zullen de optimale omvang en vorm van de aan te houden posities in eigen securitisaties afhangen van een aantal moeilijk te meten of kwalitatieve factoren, zodat het niet haalbaar is om in de richtlijn een formule voor het optimale niveau van de te behouden risico's op te nemen.

13. Daarom is in de richtlijn slechts een bescheiden minimumniveau voor het aanhouden van posities in eigen securitisaties vastgelegd en worden beleggers er uitdrukkelijk toe verplicht het aanhoudingsbeleid van de uitgevende instelling te evalueren. Dit betekent op zijn beurt dat beleggers moeten afzien van het aankopen van securitisaties wanneer het door de uitgevende instelling behouden risico, ook als dit aan het minimumvereiste van 5% voldoet, ontoereikend is in het licht van de transparantie van de onderliggende risico's. Als gevolg hiervan kan het werkelijke niveau van het behouden risico hoger zijn dan het vereiste minimum.
14. De overweging dat het aanhoudingsniveau per securitisatie moet verschillen, is consistent met het brede scala aan aanhoudingsniveaus dat in werkelijkheid in securitisaties wordt gehanteerd, waarbij dat niveau kan variëren van vrijwel 0% tot 100%, in welk geval de onderliggende activa volledig door de uitgevende instelling kunnen worden gegarandeerd. Het verslag van het CEBT bevat gedetailleerde gegevens over aanhoudingsniveaus, gedifferentieerd naar transactietype en oorsprong van de transacties. Met betrekking tot de impact van het aanhoudingsvereiste is het vermeldenswaard dat het CEBT geen aanvullende beperkingen aan securitisatie oplegt wanneer het aanhoudingsniveau ongeacht dit vereiste al boven de 5% ligt. Uit beleids oogpunt is het echter belangrijk om zich er rekenschap van te geven dat er bewijzen zijn dat de aanhoudingsniveaus voor bepaalde typen securitisaties in de euforie van de periode vóór de crisis inderdaad zijn gedaald tot niveaus die in het licht van het structurele informatie-nadeel van beleggers onhoudbaar laag lijken te zijn<sup>8</sup>. Dientengevolge lijkt een wettelijk verplicht minimumniveau bijzonder nuttig als wettelijke bodem om de weerbaarheid van de markt te verbeteren in perioden dat er zeepbellen worden opgebouwd. Deze wettelijke bodem mag echter niet op een te hoog niveau worden vastgesteld. Voor relatief transparante securitisaties waarvoor van een kleine informatieachterstand van de beleggers sprake is, kan het bescheiden niveau van 5% in feite adequaat blijken. In die gevallen zou een hoger minimumaanhoudingsvereiste een onnodige wettelijke beperking voor marktdeelnemers inhouden. Een onnodig hoog minimumaanhoudingsvereiste kan reële kosten met zich meebrengen als de verschillende potentiële initiators van securitisaties met duidelijk verschillende financieringskosten worden geconfronteerd. In dat geval kan een hoger dan noodzakelijk aanhoudingsvereiste er eventueel toe leiden dat bepaalde niet-bancaire uitgevende instellingen securitisaties geen aantrekkelijk bedrijfsmodel meer vinden, waardoor ze de markt zullen verlaten en de concurrentie tussen kredietverstrekkers zal afnemen.

---

<sup>8</sup> Zie bijvoorbeeld Franke, G., en Krahn, J.P., (2008) "The Future of Securitization", werkdocument van het Center for Financial Studies, of ook het Global Financial Stability Report van het IMF van oktober 2009.



### 3. CONCLUSIES

15. Met betrekking tot de algemene impact verwacht de Commissie dat artikel 122 bis zal bijdragen tot het beter op elkaar afstemmen van de prikkels van uitgevende instellingen en beleggers. Daardoor zal het artikel securitisatie degelijker maken en nieuw vertrouwen in deze financieringsbron doen ontstaan. Het uiteindelijke gevolg daarvan zal mogelijk zijn dat de volumes weer gaan toenemen en dat securitisaties weer belangrijker worden als bron van herfinanciering van door de financiële sector aan de reële economie verstrekte kredieten, waarbij de excessen die in de loop van de crisis aan de oppervlakte zijn gekomen echter worden voorkomen. Met betrekking tot de specifieke kwestie van de doelmatigheid van het gekozen minimumaanhoudingsniveau concludeert de Commissie dat het huidige bescheiden minimumniveau van 5% moet worden gehandhaafd, waarbij moet worden erkend dat beleggers afhankelijk van de securitisatie in kwestie hogere aanhoudingsniveaus zouden moeten eisen.
16. Bijgevolg mag worden verwacht dat de algemene opzet van artikel 122 bis aan de beoogde doelstellingen zal voldoen. Ter afsluiting van dit verslag wil de Commissie nog wijzen op een aantal technische punten die door het CEBT zijn aangekaart en die in de bijlage bij dit verslag kort worden besproken. In dit verband is de Commissie van mening dat er geen onmiddellijke noodzaak bestaat om wijzigingen in artikel 122 bis voor te stellen. De Commissie zal de internationale ontwikkelingen op dit gebied echter nauwlettend volgen en geeft er zich rekenschap van dat ook in rechtsgebieden buiten de EU belangstelling bestaat voor het invoeren van vereisten die vergelijkbaar zijn met die van artikel 122 bis, zoals onder meer het aanhoudingsvereiste. Naarmate deze ontwikkelingen zich uitkristalliseren, zal de Commissie erop toezien dat artikel 122 bis ook zal worden beoordeeld in het licht van de mogelijk verschillende oplossingen die in andere rechtsgebieden worden gevonden.

## **Bijlage – Door het CEBT aan de orde gestelde technische punten**

### **A) METHODEN VOOR HET BEHOUDEN VAN RISICO'S**

- (1) Het CEBT beveelt aan om de methoden voor het behouden van risico's op een zodanige wijze te wijzigen dat het mogelijk wordt om een deel van de risico's van elk van de gesecuritiseerde posities te behouden in plaats van posities in de tranches van de securitisaties die aan beleggers worden verkocht. Krachtens artikel 122 bis, lid 1, onder b), is dat al toegestaan, maar alleen in het specifieke geval van de "securitisaties van revolverende posities". Het is derhalve de moeite waard om bij de opstelling van een toekomstige wijzigingsrichtlijn na te gaan of het artikel moet worden gewijzigd teneinde een ruimer gebruik van deze methode mogelijk te maken.

### **B) VRIJSTELLINGEN**

- (2) In artikel 122 bis, lid 3, wordt een aantal vrijstellingen van de toepassing van het in dat artikel neergelegde aanhoudingsvereiste opgesomd. Een securitisatie wordt met name van dit vereiste vrijgesteld wanneer de gesecuritiseerde posities vorderingen of voorwaardelijke vorderingen zijn op: i) centrale overheden of centrale banken, regionale overheden, lokale autoriteiten en publiekrechtelijke lichamen van de lidstaten; ii) instellingen waaraan een risicoweging van 50% of minder is toegekend uit hoofde van de artikelen 78 tot en met 83; of iii) multilaterale banken met een kredietrisico dat vergelijkbaar is met dat van centrale banken.
- (3) Voorts wordt in de richtlijn bepaald dat het aanhoudingsvereiste niet van toepassing is op: i) transacties die zijn gebaseerd op een duidelijke, transparante en toegankelijke index, indien de onderliggende referentie-entiteiten identiek zijn aan die van een index van entiteiten die op ruime schaal wordt verhandeld, of andere verhandelbare effecten zijn dan securitisatieposities; en ii) syndicaatsleningen, aangekochte vorderingen of kredietverzuimswaps wanneer deze instrumenten niet worden gebruikt voor het verpakken en/of afdekken van een securitisatie waarop het aanhoudingsvereiste van toepassing is.
- (4) De achterliggende gedachte van deze uitzonderingen is dat securitisaties met de hierboven genoemde onderliggende posities weinig problemen veroorzaken met betrekking tot prikkels die niet met elkaar in overeenstemming zijn, omdat a) aan de gesecuritiseerde activa een zeer beperkt risico verbonden is, of b) de uitgevende instelling weinig vrijheid heeft om een voor de beleggers nadelige securitisatie samen te stellen omdat de samenstelling van de securitisatie wordt bepaald door de samenstelling van een index. De vermelding van syndicaatsleningen, aangekochte vorderingen of kredietverzuimswaps duidt niet zozeer op een vrijstelling, maar dient veeleer om te verduidelijken dat deze typen instrumenten niet per se securitisaties vormen – tenzij ze worden gebruikt om een securitisatie te verpakken – en daarom niet onder het aanhoudingsvereiste vallen.
- (5) Het CEBT stelt dat het niet zo is dat deze vrijstellingen een mogelijkheid vormen om het aanhoudingsvereiste te omzeilen in situaties waarin dit van toepassing zou moeten zijn, maar zegt verder wel dat de uitzondering die betrekking heeft op instellingen waaraan een risicogewicht van 50% of minder is toegekend, als problematisch kan

worden beschouwd. Het CEBT is van mening dat krachtens de artikelen 78 tot en met 83 van de Richtlijn Kapitaalvereisten risicogewichten van 50% of minder worden toegekend aan uitstaande kredietrisico's van entiteiten die een hoge rating hebben gekregen van ratingbureaus en merkt op dat, zoals de huidige crisis duidelijk heeft gemaakt, deze kredietratings in het geheel geen garantie zijn gebleken voor het vermogen van de entiteit om aan haar kredietverplichtingen te voldoen. Ook stelt het CEBT dat de uitzonderingen met betrekking tot regionale overheden en multilaterale ontwikkelingsbanken moeten worden beperkt tot posities die worden behandeld als vorderingen op centrale overheden en centrale banken vanwege het lage risico dat deze hun verplichtingen niet zullen kunnen nakomen. De Commissie kan zich weliswaar vinden in de opvatting dat de posities die in de uitzonderingsbepaling worden genoemd niet hetzelfde risicoprofiel hebben, maar zij neigt veeleer naar de opvatting dat alle genoemde posities kunnen worden beschouwd als posities met een relatief laag kredietrisico. Het is een kwestie van oordeel wat de aanvaardbare mate van risico voor deze uitzondering is en het CEBT is niet nader op deze kwestie ingegaan. Bovendien denkt de Commissie dat de zorgen over de ratings van ratingbureaus als maatstaf voor het risico in beginsel gegrond zijn, maar dat er behalve de eigen beoordelingen van de kredietinstellingen geen alternatieve maatstaf voor het risico bestaat waarnaar in de wetgeving kan worden verwezen. Al bij al is de Commissie van mening dat de huidige vrijstelling moet worden gehandhaafd vanwege het ontbreken van duidelijk bewijs dat het inherente risico van de desbetreffende posities of de rating van de ratingbureaus inadequaaf zijn om het risico van die posities bij benadering te bepalen.

- (6) Bovendien stelt het CEBT dat er een aanvullende vrijstelling in artikel 122 bis moet worden opgenomen om te voorkomen dat securitisaties op basis van de eigen verplichtingen van een instelling, waaronder gedekte obligaties waarvan het onderliggende onderpand op de balans van de uitgevende instelling staat, onder het toepassingsgebied van artikel 122 bis vallen. De Commissie meent dat een securitisatie op basis van eigen verplichtingen van banken, en met name op basis van gedekte obligaties, normaliter onder de huidige vrijstelling voor vorderingen op instellingen valt, tenzij de bank in kwestie een externe rating en een bijzonder zwakke kredietkwaliteit heeft<sup>9</sup>. Omdat de huidige vrijstelling dient te worden gehandhaafd, zal de Commissie deze aanvullende vrijstelling derhalve niet in overweging nemen.

### **C) VERDERE BEPALINGEN EN WAARBORGEN**

- (7) In haar verzoek om advies heeft de Commissie het CEBT gevraagd of er aanvullende bepalingen en waarborgen in de bewoording van artikel 122 bis moeten worden opgenomen om het vermogen van uitgevende instellingen om het aanhoudingsvereiste te omzeilen, in te perken. Een zorg waarop de Commissie in dit verband heeft gewezen, is het vermogen van uitgevende instellingen om transacties zodanig te structureren dat de toepassing van het aanhoudingsvereiste wordt vermeden, met name door het gebruik van bepaalde vergoedings- of premiestructuren. Het CEBT voert in dit verband aan dat het niet mogelijk is om rekening te houden met alle factoren die de effectiviteit van aanhoudingsvereisten kunnen ondergraven. Daarom moet in de opvatting van het CEBT aan deze zorgen tegemoet worden gekomen door

---

<sup>9</sup> De uitzondering voor vorderingen op instellingen bedoeld in lid 3, onder c).

openbaarmaking van de vergoedings- en beloningsstructuren, zodat beleggers zicht krijgen op de impact ervan op de belangen van de initiator.

- (8) De Commissie is het met het CEBT eens dat het moeilijk is om pogingen van de uitgevende instelling om de doelmatigheid van het minimumaanhoudingsniveau van 5% te verminderen, via wetgeving onmogelijk te maken. Zoals eerder in dit verslag is besproken, is er een belangrijke rol weggelegd voor het doen van grondig onderzoek door de beleggers, waarbij ook het aanhoudingsbeleid ten aanzien van een individuele securitisatiepositie in aanmerking wordt genomen. Het is de verantwoordelijkheid van de beleggende kredietinstelling om de krachtens artikel 122 bis, lid 4, onder a) en b), vereiste zorgvuldigheid te betrachten ten aanzien van zowel het aanhoudingsmechanisme als het bredere risicoprofiel van een transactie, en dat houdt in dat ook met de risico's van ongebruikelijke vergoedingsstructuren rekening moet worden gehouden; het is de verantwoordelijkheid van de toezichthoudende autoriteiten om ervoor te zorgen dat dit op een doelmatige wijze gebeurt. De Commissie is van mening dat de zorgvuldigheidsvereisten van artikel 122 bis kunnen volstaan om ervoor te zorgen dat beleggers in dit verband prudent optreden. Te dien einde kunnen ook aanvullende richtsnoeren worden opgesteld door de toezichthoudende autoriteiten.
- (9) In een andere context merkt het CEBT op dat in artikel 122 bis niet precies wordt aangegeven van welk mechanisme moet worden gebruikgemaakt om aan de openbaarmakingsvereisten te voldoen, en met name dat in de huidige bewoording alleen van de initiators wordt verlangd om "expliciet te kennen te geven" dat ze aan het aanhoudingsvereiste voldoen. Het CEBT vreest dat dit vereiste breed kan worden uitgelegd. Het CEBT beveelt de Commissie daarom aan na te gaan of de bewoording voldoende krachtig is om de doelstellingen van deze bepaling te bereiken, vooral omdat doorlopend aan dit vereiste moet worden voldaan. De Commissie is het ermee eens dat de compromistekst die uit het wetgevingsproces is voortgevloeid de instelling die de securitisatie uitgeeft geen directe verplichting oplegt, maar alleen een indirecte via de belegger. De Commissie herinnert er in dit verband aan dat het een bewuste keuze is geweest om van beleggers te verlangen dat deze zich ervan vergewissen dat de uitgevende instelling zelf een risico behoudt, omdat instellingen die securitisaties uitgeven die hun weg naar Europese beleggingsportefeuilles vinden, mogelijk wel maar mogelijk ook niet aan Europese wetgeving zijn onderworpen. In het licht van dit probleem moest er een juist evenwicht worden gevonden en een bewoording worden gekozen die ook geschikt is voor securitisaties van buiten de EU, waarbij tegelijkertijd onnodige lasten voor de Europese belegger worden vermeden. Het vereiste moet vooral worden gezien in de context van de aanvullende verplichting voor de belegger om het daadwerkelijk door de initiator behouden risico te analyseren. De Commissie is het er echter mee eens dat het vraagstuk van de noodzaak om duidelijkere eisen aan de uitgevende instelling te stellen, verdere overweging verdient en is van mening dat het antwoord zou kunnen worden gevonden in de huidige internationale ontwikkelingen, die erin kunnen resulteren dat ook in andere belangrijke rechtsgebieden aanhoudingsvereisten worden opgelegd. De Commissie zal derhalve verdere follow-up aan dit vraagstuk geven door de relevante ontwikkelingen buiten de EU nauwlettend te volgen.

## D) GROEPSSTRUCTUREN

- (10) Met betrekking tot groepsstructuren wijst het CEBT erop dat het nog steeds gangbaar is dat het aanhoudingsvereiste op zowel individueel als geconsolideerd niveau wordt toegepast, terwijl aan het aanhoudingsvereiste op geconsolideerde basis kan worden voldaan wanneer de initiators en de sponsors tot dezelfde groep behoren. Deze laatste mogelijkheid is gebonden aan een aantal strikte voorwaarden. Aan het aanhoudingsvereiste moet dus niet worden voldaan door een individuele, gespecialiseerde entiteit die de securitisatieposities niet direct zelf initieert maar tot dezelfde groep als de initiërende entiteiten behoort. Het CEBT merkt op dat dit eventueel aanleiding kan geven tot toezichtarbitrage in het geval van grensoverschrijdende groepen waarvan verschillende entiteiten in verschillende rechtsgebieden zijn gevestigd, maar is van mening dat deze kwestie dient te worden aangepakt in de door het CEBT op te stellen toepassingsrichtsnoeren met het oog op de verwezenlijking van toezichtconvergentie.
- (11) Het CEBT signaleert het extra probleem dat de entiteit die namens andere groepsentiteiten het belang in de securitisatie aanhoudt, uit de groep kan worden verwijderd, bijvoorbeeld door verkoop. Het CEBT wijst erop dat de andere groepsentiteiten in dat geval een oplossing voor deze kwestie zouden moeten vinden door weer posities in de securitisatie te verwerven, zodat de groep aan het aanhoudingsvereiste kan blijven voldoen. Zodra dat is gebeurd, kan worden verwacht dat het aanhoudingsvereiste de beoogde doelstelling weer zal verwezenlijken.