

MR. W. RUYS / MR. M. BOS

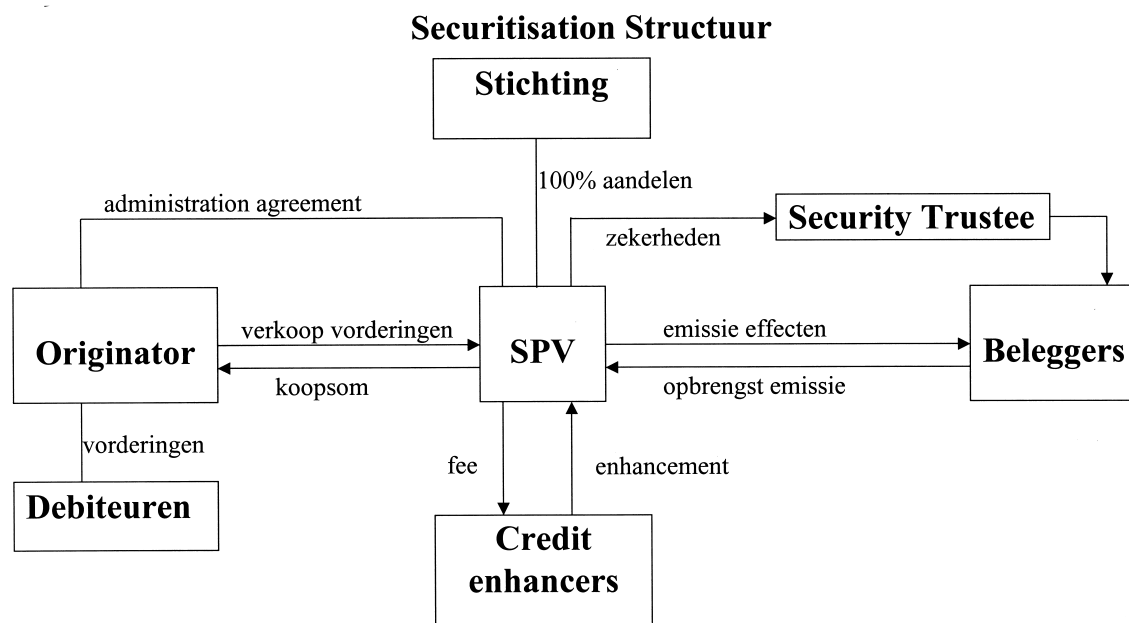
# Securitisisation

In deze bijdrage zal worden ingegaan op het fenomeen 'securitisisation'. Na een korte uiteenzetting van het begrip 'securitisisation' zullen de motieven voor securitisisation aan de orde komen. Verder zal worden ingegaan op het gebruik van een zogenaamde 'special purpose vehicle' (hierna: SPV). Vervolgens zal aandacht worden besteed aan een aantal juridische onderwerpen in het kader van een securitisisation, zoals overdracht van de vorderingen en alternatieven voor de overdracht. Tot slot komen meer specifieke onderwerpen als risicoanalyse, credit enhancement en rating aan bod.

## Wat is securitisisation?

Securitisisation is een financieringstransactie die normaal gesproken als volgt in zijn werk gaat. Een onderneming of financiële instelling (hierna: Originator) draagt bepaalde activa, meestal vorderingen

(hierna: Vorderingen), over aan een speciaal daartoe opgerichte rechtspersoon, de SPV. De SPV financiert de koopprijs door de uitgifte van effecten, meestal obligaties. De Originator zal namens de SPV de overgedragen portefeuille Vorderingen blijven beheren. De SPV is hiervoor niet toegerust. De Originator is dit wel. Bovendien zal de Originator om commerciële redenen zelf de relatie met de debiteuren van de overgedragen Vorderingen willen behouden. De SPV zal de inkomsten uit de Vorderingen aanwenden voor betaling van hoofdsom en rente onder de effecten en voor de kosten van de transactie. Meestal zal een zekerheidsrecht op de Vorderingen worden gevestigd ten gunste van een security trustee (hierna: Security Trustee) die de zekerheden houdt namens de houders van de effecten. De meest gebruikelijke structuur ziet er schematisch als volgt uit:



n.b.: zekerheden en credit enhancement sterk afhankelijk van de structuur

## Securisation

*Securisation* wordt sinds de jaren zeventig van de vorige eeuw in de Verenigde Staten op grote schaal toegepast en in Engeland sinds het midden van de jaren tachtig. De laatste jaren heeft *securitisation* ook in de rest van Europa, met inbegrip van Nederland, een grote vlucht genomen. In Nederland zijn tot dusverre vooral hypothecaire vorderingen onderwerp van *securitisation*, naast aandelenlease financieringen, consumentenkredieten en kredieten aan het MKB. In de Verenigde Staten en sommige Europese landen wordt *securitisation* ook gebruikt voor financiering van andere inkomensstromen, zoals autofinancieringen, huren, *royalty's* en *credit card receivables*. Met name in Engeland zijn ook gehele ondernemingen het onderwerp van *securitisation* (*'whole business securitisation'*).

### Motieven voor securitisation

De Originator kan meerdere redenen hebben voor het aangaan van een *securitisation*. Ten eerste zal *securitisation* dikwijls het voordeel hebben van lagere fundingkosten. Omdat bij een *securitisation* dikwijls zal worden gestreefd naar de hoogst mogelijke kredietbeoordeling (*'rating'*), zal – afhankelijk van de rating van de Originator – op de effecten veelal een lagere rente behoeven te worden betaald dan de Originator zelf zou hebben moeten vergoeden. *Securitisation* wordt meer en meer gezien als alternatief voor meer traditionele financieringsvormen zoals bankfinanciering of uitgifte van obligaties. Normaal gesproken zullen bij een *securitisation* de Vorderingen van de balans van de Originator verdwijnen en worden vervangen door cash. Dit kan leiden tot verbeterde balansverhoudingen. Voor *off-balance sheet* behandeling zal in ieder geval sprake moeten zijn van verkoop van de Vorderingen – en niet van een lening waarvoor als zekerheid de Vorderingen worden verpand – aan een SPV waarvan de activa en passiva niet behoeven te worden geconsolideerd in de jaarrekening van de Originator. Voor kredietinstellingen is een belangrijk doel van *securitisation* vaak om via balansverkorting haar solvabiliteitsratio te verbeteren. Ten slotte kan *securitisation* een middel zijn voor de Originator om zich toegang te verschaffen tot kapitaalmarkten waar hij zich anders wellicht niet had kunnen financieren.

### De SPV

In *securitisations* wordt relatief dikwijls gebruik gemaakt van SPV's die in Nederland gevestigd zijn, ook indien de onderliggende activa 'buitenlands' zijn (zoals Vorderingen met een buitenlandse debiteur en crediteur onderworpen aan buitenlands recht). De

voordelen van Nederlandse SPV's zijn met name fiscaal van aard, zoals het feit dat Nederland geen bronbelasting kent op rente en ook geen *'stamp duties'*.<sup>1</sup>

In de regel zal men willen voorkomen dat de jaarrekening van de SPV moet worden geconsolideerd in de jaarrekening van de Originator. Consolidatie zou immers tot gevolg hebben dat een van de motieven voor *securitisation* – balansverkorting – niet zou worden gerealiseerd. Het is daarom van belang om ervoor te zorgen dat de SPV niet geacht wordt een groepsmaatschappij van de Originator te zijn. De SPV zal daarom een van de Originator volledig onafhankelijke rechtspersoon moeten zijn, waarvan de aandelen worden gehouden door een van de Originator onafhankelijke aandeelhouder, bijvoorbeeld een stichting indien gebruik wordt gemaakt van een Nederlandse SPV. Daarnaast wordt er meestal voor gekozen het bestuur van de SPV en van de stichting die de aandelen in de SPV houdt te laten voeren door een onafhankelijk trustkantoor. De eisen voor *off-balance sheet* behandeling van de SPV zijn op basis van internationale accountantsregels (met name de *International Accounting Standards* oftewel IAS) de laatste jaren steeds strenger geworden.

Tot slot is nog van belang om te melden dat de SPV door haar activiteiten (zoals het aantrekken van gelden) als kredietinstelling kan worden beschouwd en daarmee onder toezicht van De Nederlandsche Bank uit hoofde van de Wet toezicht kredietwezen (hierna: Wtk) zal kunnen komen te staan. De Ministeriële Regeling van 4 februari 1993 (zoals gewijzigd) bij de Wtk bevat echter een aantal mogelijkheden om te bereiken dat de SPV niet als kredietinstelling wordt beschouwd en derhalve niet over een bankvergunning zal hoeven te beschikken.

### Overdracht van vorderingen

Naar Nederlands recht is voor de levering van vorderingen vereist een onderhandse akte tussen de Originator en de SPV, gecombineerd met een mededeling van de levering aan de debiteuren. Indien geen mededeling wordt gedaan komt de overdracht niet tot stand. Het niet doen van mededeling heeft niet alleen tot gevolg dat de debiteuren bevrijdend aan de verkoper (de Originator) zullen kunnen betalen, maar met name ook dat de Vorderingen in het vermogen van de Originator blijven. Voor *securitisation* is afscheiding van de activa van het vermogen van de Originator essentieel. De Originator stelt er echter dikwijls om commerciële redenen geen prijs op dat voor zijn debiteuren duidelijk kenbaar wordt dat de vorderingen zijn overgedragen aan de SPV. In de Nederlandse *securitisations* is daarom voor een struc-

## Securisation

tuur gekozen waarbij de Vorderingen worden verkocht en geleverd, maar waarbij mededeling aan de debiteuren niet op het moment van verkoop en levering plaatsvindt. Mededeling vindt alleen plaats indien zich bepaalde omstandigheden voordoen (zogenaamde *'notification events'*). Die omstandigheden betreffen dan met name de situatie dat de Originator in de problemen raakt. Nadat de Originator in staat van faillissement of surseance van betaling is geraakt kan mededeling niet meer plaatsvinden, maar door zorgvuldig formuleren van de *notification events* omstandigheden waarin mededeling moet worden gedaan, wordt dit risico zo klein mogelijk gemaakt. Het blijft echter mogelijk dat niet tijdig mededeling wordt gedaan. Voor die situatie is noodzakelijk dat een zekerheidsrecht wordt gevestigd ten gunste van de SPV. Hierbij is bij de Nederlandse transacties gekozen voor een stil pandrecht dat door de Originator ten gunste van de SPV op de Vorderingen wordt gevestigd. Omdat een pandrecht alleen kan worden gevestigd tot zekerheid voor betaling van een geldsom wordt het pandrecht gevestigd tot zekerheid voor betaling van een boete die verschuldigd is door de Originator als zij niet voldoet aan haar leveringsverplichting of als de levering om een andere reden niet plaatsvindt of nietig of vernietigbaar blijkt te zijn. Mededeling van een stil pandrecht kan – anders dan bij levering – wel na faillissement of surseance van betaling van de Originator plaatsvinden.

### Alternatieven voor overdracht

Als alternatieven voor levering is in de literatuur een aantal alternatieven voorgesteld om het mededelingsvereiste te omzeilen. Zo is gedacht aan juridische figuren als contractoverneming, subrogatie, derdenbeding, vruchtgebruik en afsplitsing.<sup>2</sup> Tot dusverre zijn deze alternatieven, voorzover ons bekend, niet in de praktijk gebruikt. Ook zou kunnen worden gedacht aan overdracht van de Vorderingen naar een buitenlands recht dat het mededelingsvereiste niet kent. Hoewel op basis van het Hansa-arrest een dergelijke rechtskeuze (naar Nederlands IPR) in internationale verhoudingen rechtsgeldig is ook ten aanzien van de goederenrechtelijke aspecten van de overdracht, kleven aan de keuze voor een buitenlands recht wel de nodige onzekerheden.<sup>3</sup> Zo is het de vraag of een buitenlandse rechter niet tot het oordeel zou komen dat aan de Nederlandse vereisten voor levering moet worden voldaan (hetgeen derhalve mededeling aan debiteuren van de overgedragen Vorderingen zou betekenen).

Ook kan worden gekozen voor structuren waarbij de Vorderingen het vermogen van de Originator niet

verlaten. Een mogelijkheid die de laatste jaren steeds meer door kredietinstellingen wordt gebruikt is de *'credit default'* swap, waarbij de SPV het op zich neemt om kredietverliezen op een bepaalde portefeuille Vorderingen aan de Originator te vergoeden. De SPV geeft om aan haar verplichtingen te kunnen voldoen obligaties uit en belegt de door deze uitgifte aangetrokken gelden. Het doel van een dergelijke *credit default swap* is vermindering van het solvabiliteitsbeslag bij de betreffende Originator.

Een andere mogelijke structuur is die waarbij de SPV de (veelal door uitgifte van obligaties) aange trokken gelden doorleent aan de Originator (de zogenaamde *'secured loan'*). Tot zekerheid voor terugbetaling van de lening krijgt de SPV/geldgever een pandrecht op een portefeuille Vorderingen waarvan de hoofdsom is gerelateerd aan het bedrag van de lening en afgesproken wordt dat de SPV/geldgever zich slechts zal mogen verhalen op de opbrengst van de Vorderingen. Een nadeel van deze *secured loan* structuur is dat mogelijk, bij faillissement van de Originator en uitwinning van de pandrechten, de obligaties vervroegd moeten worden afgelost. Dit nadeel doet zich in beginsel niet voor bij de structuur met overdracht en uitgestelde mededeling, ervan uitgaande dat voldoende tijd resteert na een *notification event* om nog mededeling aan de debiteuren te doen.<sup>4</sup> Wij verwachten dat de *rating agencies* een structuur met een *secured loan* naar Nederlands recht, mits goed gestructureerd, zullen aanvaarden.

### Risicoanalyse, credit enhancement en rating

#### Rating

De voordelen van een *securitisation* komen pas tot hun recht als aan de obligaties een uitstekende rating wordt toegekend door een bekende *rating agency*, zoals Moody's, Standard & Poor's of Fitch. De *rating agency* zal de verschillende risico's die de transactie loopt grondig bekijken en kent de structuur een bepaalde rating toe waarin wordt uitgedrukt hoe goed volgens de rating agency de mogelijkheden zijn dat de effecten worden terugbetaald. De hoogste *rating* die kan worden gegeven is de AAA (of: Aaa) rating. Om deze *rating* te krijgen is het noodzakelijk om aan de *rating agency* aan te tonen dat de SPV te allen tijde in staat zal zijn volledig en op tijd aan zijn betalingsverplichtingen onder de effecten te voldoen. Daarvoor wordt een aantal stress-scenario's opgesteld waarin wordt aangegeven welke risico's de SPV loopt en met welke middelen die risico's het hoofd worden geboden.

## Securitisation

### Soorten risico's

Hierna wordt kort ingegaan op de risico's die doorgaans worden onderscheiden en op de middelen die normaal gesproken worden gebruikt om die risico's op te vangen en de kredietwaardigheid van de SPV zo hoog mogelijk te houden.

### Kredietrisico

Met kredietrisico wordt bedoeld het risico dat een van de betrokkenen bij de transactie die zich heeft verbonden hoofdsom en rente te betalen, niet nakomt.

Het risico dat de SPV niet nakomt wordt aangepakt door het faillissementsrisico van de SPV te beperken. Dit kan gebeuren door bijvoorbeeld de statutaire doelomschrijving van de SPV te beperken tot de specifieke *securitisation* transactie. Een ander belangrijk instrument is een afspraak met de inspecteur van de belastingen over de belasting die de SPV dient te betalen. Daarnaast kunnen contractuele regelingen worden getroffen met de trustmaatschappij die bestuurder is van de SPV en van de stichting. Tot slot kan de bevoegdheid tot het aanvragen van het faillissement van de SPV worden uitgesloten of beperkt in de documentatie.

Het kredietrisico op de debiteuren wordt in de eerste plaats beperkt doordat de pool van Vorderingen die wordt overgedragen zeer nauwkeurig wordt samengesteld.<sup>5</sup> De Originator zal in de overeenkomst waarbij de Vorderingen aan de SPV worden overgedragen uitgebreide garanties met betrekking tot de Vorderingen moeten geven. Daarbij krijgt de Originator vaak de verplichting opgelegd de Vorderingen terug te kopen als die niet aan de garanties blijken te voldoen.

Een veelgebruikte techniek waarmee het kredietrisico op de debiteuren tegemoet wordt getreden is dat de SPV naast de obligaties met de hoge rating nog een of meer andere tranches (zogenaamde 'junior') obligaties uitgeeft. Deze junior obligaties hebben geen of een lagere rating dan de 'senior' obligaties en zijn achtergesteld bij de senior obligaties in die zin dat rente op de junior obligaties slechts betaald wordt voorzover er op rentebetaaldagen geld over is na betaling van rente aan de 'senioren' en in die zin dat bij eventuele uitwinning van de Vorderingen de junior obligatiehouders pas uitbetaald krijgen als de senior obligatiehouders en andere crediteuren van de SPV zijn betaald. Het spreekt vanzelf dat de junior obligatiehouders een hoger risico lopen dan de senior obligatiehouders en daarom een hogere rente krijgen. Het extra kapitaal dat de SPV van de junior obligatiehouders binnenkrijgt vormt een buffer voor eventuele tekorten waarmee de SPV te kampen krijgt.

### Liquiditeitsrisico

Het liquiditeitsrisico houdt in het risico dat de SPV over onvoldoende liquiditeiten beschikt om aan steeds terugkerende of incidentele verplichtingen te voldoen, zoals rente op de effecten, de *administration fee* en andere bijkomende kosten. Dit risico doet zich voor wanneer de debiteuren hun Vorderingen wel betalen maar niet op tijd, of wanneer de SPV onverwacht kosten moet betalen op een moment dat zij niet over fondsen beschikt. Dit risico wordt meestal opgevangen doordat er aan de SPV een *liquidity facility* ter beschikking wordt gesteld door een bank, waaronder in geval van tijdelijke tekorten mag worden getrokken. Het is van belang dat deze '*liquidity provider*' een bank is met een hoge rating.

### Renterisico

Het renterisico is het risico dat het rentepercentage dat de SPV ontvangt op de Vorderingen, onvoldoende is om het rentepercentage dat de SPV moet betalen op de effecten te voldoen. Dit risico wordt vrijwel altijd afgedekt via een renteswap tussen de SPV en een derde partij.

### Risico van vervroegde aflossing

Effecten kunnen doorgaans slechts worden afgelost ofwel aan het einde van de looptijd ofwel op vaste rentebetaaldagen. Aan de andere kant staat het debiteuren vaak vrij hun Vorderingen vervroegd af te lossen. In zo'n geval krijgt de SPV in één keer de hele vordering betaald, terwijl hij verwacht had daarover nog een aantal jaren rente te ontvangen. Er kan daardoor een 'mismatch' ontstaan tussen de inkomsten van de SPV en zijn verplichtingen.

Het risico dat debiteuren vervroegd aflossen wordt doorgaans opgelost doordat de SPV met een bank (die weer een voldoende hoge rating moet hebben) een zogenaamd '*guaranteed investment contract*' afsluit. Krijgt de SPV een vervroegde aflossing van een vordering binnen, dan zet hij dat bedrag op deposito bij deze bank die een bepaalde minimum rente garandeert. Ook kan de Originator het recht worden gegeven de vervroegd afgeloste Vordering te vervangen door een gelijkwaardige Vordering. Het risico van vervroegde aflossingen kan aan de beleggers doorgegeven worden door te bepalen dat op de effecten wordt terugbetaald naarmate de vorderingen worden afgelost.

### Aflossingsrisico

Dit is het risico dat de SPV op de datum dat de hoofdsom op de obligaties verschuldigd is onvoldoende hoofdsom heeft ontvangen op de Vorderingen en daarom niet aan haar betalingsverplichting

## Securitisations

onder de obligaties kan voldoen. Om dit risico te ondervangen moet op basis van de verwachte aflossingen op de Vorderingen de transactie zorgvuldig worden gestructureerd, bijvoorbeeld door de looptijd van de obligaties af te stemmen op de verwachte aflossingen op de Vorderingen. In Nederlandse transacties is bij Vorderingen met een (veel) langere looptijd dan die van de door de SPV uitgegeven obligaties een aantal malen gekozen voor een put-optie-overeenkomst, waarbij op de aflossingsdatum van de obligaties de SPV het recht heeft om de Vorderingen aan te bieden aan een derde voor een overeengekomen prijs, zodat met de koopsom de obligaties kunnen worden afgelost. In andere transacties is gekozen voor een 'soft-bullet' structuur, waarbij de obligaties een looptijd hebben die (iets) langer is dan de looptijd van de Vorderingen maar waarbij de SPV tussentijds de optie heeft om de obligaties vervroegd af te lossen. Indien de optie niet wordt uitgeoefend wordt de

door de SPV op de obligaties te vergoeden rente verhoogd ('step-up') waardoor beleggers ervan uitgaan dat de obligaties op de optiedatum zullen worden afgelost.

### Slot

*Securitisations* is een juridisch complexe maar ook interessante transactie. In het onderhavige artikel hebben wij een aantal van de problemen waarmee men zou kunnen worden geconfronteerd bij het structureren van een dergelijke transactie summier weergegeven. De belangstelling voor *securitisations* en het aantal transacties neemt sterk toe. Naarmate ook nieuwe soorten activa onderwerp worden van *securitisations*, zullen ook andere juridische problemen moeten worden overwonnen.

**Mr. W. Ruys en mw. mr. M. Bos zijn beiden advocaat bij NautaDutilh te Amsterdam.**

1 Dit zijn slechts een tweetal voorbeelden van de fiscale voordelen voor het gebruikmaken van een SPV welke in Nederland gevestigd is. Verder kan gedacht worden aan het feit dat Nederland een uitgebreid netwerk aan belastingverdragen heeft, relatief lage kapitaaleisen heeft en geen 'debt to equity ratio's' kent. Daarnaast kan als voordeel worden aangemerkt het feit dat Nederland het systeem van *tax ruling* kent, waardoor op voorhand zekerheid kan worden verkregen over de belastingdruk bij de SPV.

2 Zie voor een meer uitgebreide beschrijving van de alternatieven voor cessie M.H.E. Rongen, 'Securitisations en vermogensafzondering van vorderingen op naam', in: *Onderneming en Effecten* 1998, p. 419-466.

3 HR 16 mei 1997, NJ 1998, 585 (Brandsma q.q./Hansa Chemie AG).

4 Andere verschillen met de structuur met overdracht en uitgestelde mededeling liggen op het gebied van de gevolgen voor de jaarrekening. Ook blijkt niet uit het memorandum van De Nederlandsche Bank van 25 september 1997 wat de solvabiliteitsimplicaties zijn in geval van een *secured loan*.

5 Gedacht kan worden aan het volgende. De Vorderingen en de daarbij behorende debiteuren worden grondig geanalyseerd op basis van hun betalingsgedrag in het verleden, het karakter van de Vorderingen, de ouderdom van de Vorderingen, de betalingscondities en de waarde van het eventuele onderpand afgezet tegen het bedrag van de Vordering (LTV ratio).