

OVERDRACHT VAN KREDIETRISICO

Eerder verschenen in de Reeks Instituut Financieel Recht:

1. Hans De Wulf, *Taak en loyaleitsplicht van het bestuur in de naamloze vennootschap*, 2002, xxxvi + 910 p.
2. Reinhard Steennot, *Elektronisch betalingsverkeer*, 2002, xxxviii + 751 p.
3. Michel Tison, Cathy Van Acker, Jan Cerfontaine (eds.), *Financiële regulering: op zoek naar nieuwe evenwichten, Volume I, Privaat bankrecht, Ondernemingsrecht, Insolventierecht*, 2003, x + 548 p.
4. Michel Tison, Cathy Van Acker, Jan Cerfontaine (eds.), *Financiële regulering: op zoek naar nieuwe evenwichten, Volume II, Financiële transacties, Financiële markten, Prudentieel recht*, 2003, x + 510 p.
5. Guy Schrans en Reinhard Steennot, *Algemeen deel van het financieel recht*, 2003, xxii + 484 p.
6. Michel Tison (ed.), *Belgisch kapitaalmarktrecht op Europese leest*, 2007, vi + 440 p.
7. Ingrid De Poorter, *Controle van financiële verslaggeving: revisoraal en overheidstoezicht*, 2007, xxiv + 572 p.
8. Reinhard Steennot, *Handboek consumentenbescherming en handelspraktijken*, 2007, xxvi + 628 p.
9. Hans De Wulf en Christoph Van der Elst, *De Belgische overnamewetgeving na de hervorming van 2007*, 2008, xviii + 420 p.
10. Lientje Van den Steen, *De effectenrekening*, 2009, xxxiv + 844 p.
11. Veerle De Vuyst, *Internal governance bij financiële conglomeraten*, 2010, xxxviii + 738 p.
12. Reinhard Steennot, Filip Bogaert, Diederik Bruloot en Delphine Goens, *Wet Marktpraktijken*, 2010, xii + 226 p.
13. Sarah De Geyter, *Organisatieaansprakelijkheid*, 2012, xxiii + 531 blz.
14. Instituut Financieel Recht (ed.), *Financiële regulering in de kering*, 2012, xxviii + 814 blz.



REEKS INSTITUUT FINANCIIEEL RECHT, nr. 15

Het Instituut Financieel Recht – Financial Law Institute werd in 1990 als onderzoekscentrum binnen de Faculteit Rechtsgeleerdheid van de Universiteit Gent opgericht. Het Instituut streeft ernaar om vooraanstaand wetenschappelijk onderzoek en expertise te ontwikkelen en uit te dragen in het financieel recht in de ruime zin, onder meer door de organisatie van colloquia, het stimuleren van doctoraatsonderzoek en de medewerking aan onderzoeksprojecten.

Naast deze publicatiereeks, lanceerde het Instituut eveneens in 1999 een Working Paper Series, dat een deel van de onderzoeksoutput via Internet beschikbaar stelt.

Meer informatie over de doelstellingen, werking en leden van het Instituut Financieel Recht is terug te vinden op de internetsite van het Instituut:

<www.law.Ugent.be/fli>

FACULTAIRE UITGAVENREEKS GANDAIUS

De naam Gandaius bundelt een verscheidenheid aan boeken, alle geschreven door professoren, assistenten en onderzoekers van de Gentse rechtsfaculteit.

<www.gandaius.ugent.be>

OVERDRACHT VAN
KREDIETRISICO

Kredietderivaten en effectisering

Filip BOGAERT

Overdracht van kredietrisico. Kredietderivaten en effectisering
Filip Bogaert

© 2013 Intersentia
Antwerpen – Cambridge
www.intersentia.be

ISBN 978-94-000-0377-4
D/2013/7849/21
NUR 827



Alle rechten voorbehouden. Behoudens uitdrukkelijk bij wet bepaalde uitzonderingen mag niets uit deze uitgave worden verveelvoudigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand of openbaar gemaakt, op welke wijze ook, zonder de uitdrukkelijke voorafgaande toestemming van de uitgever.

VOORWOORD

Dit is het proefschrift waarop Filip Bogaert op 25 juni 2012 met brio de graad van doctor in de rechten heeft behaald. Het is het resultaat van grondig en origineel onderzoek, dat een nieuw gebied in de rechtsorde heeft verkend.

Het thema van dit proefschrift behandelt een van de centrale thema's die de financiële crisis aan het licht heeft gebracht. Sinds oudsher gebruiken financiële en andere ondernemingen verschillende technieken om hun risico's te beperken of te beheersen: gaande van verzekering – onder meer de kredietverzekering – tot balansbeheer met tegengestelde verrichtingen, dikwijls onder de vorm van derivaten. Een meer omvattende benadering bestaat erin om de vorderingen waaraan de risico's kleven eenvoudigweg over te dragen aan afzonderlijke entiteiten waarin vervolgens de rechten aan beleggers worden verkocht. Deze overdrachtstechniek, het meest bekend als de effectisering, heeft voor de crisis een zeer aanzienlijke ontwikkeling gekend, met een eigen structuur, complexe juridische verhoudingen en een eigen lexicon van vaktermen, begrippen en technieken die meestal afkomstig zijn uit het Angelsaksische recht en de aldaar geldende praktijken. De vertaling van deze Angelsaksische praktijken naar de continentaal Europese rechtsordes is behoorlijk moeilijk en vergt een diepgaand begrip van beide rechtsordes. De auteur is hierin uitstekend geslaagd dankzij een grondig onderzoek van de bronnen in beide rechtssystemen. Hierbij komen centrale vragen aan bod, zoals de kwalificatie van de overdracht (*true-sale*-problematiek) of de omstreden kwalificatie van Credit Default Swaps of CDS. Volgens sommigen zijn CDS loutere – maar dan meestal ongeoorloofde – kredietverzekeringen, maar volgens de betere uitleg – die door de auteur duidelijk wordt geformuleerd en verdedigd – gaat het om zelfstandige juridische verbintenissen, vergelijkbaar met de zelfstandige bankgarantie.

Een belangrijk deel van het proefschrift is gewijd aan de boekhoudkundige verwerking van asset backed securities. Hierbij vergelijkt de auteur de Amerikaanse normering onder US GAAP met de wereldwijde – en ook in Europa geldende – standaard onder IAS/IFRS, een oefening waarvoor menig jurist zou terugdeinzen. De diverse stadia van de normering worden geïllustreerd, waarbij hij de aandacht vestigt op de ruime beoordelingsvrijheid die werd gelaten aan de opstellers van de jaarrekeningen, de bankleiding en de auditors. Deze analyse laat toe te illustreren hoezeer de door hen gemaakte keuzes een weerslag kunnen hebben op de juridische kwalificatie van de verhoudingen binnen een effectiseringschema

en de risicoallocatie die eruit voortvloeit. Hij besluit dat de grote beoordelingsvrijheid die hierbij werd gelaten de misbruiken van voor de crisis wellicht in de hand hebben gewerkt.

Het naast elkaar plaatsen van een privaatrechtelijke analyse met het onderzoek van de boekhoudkundige normering verleent aan dit proefschrift een hoge originaliteitswaarde en draagt bij tot een beter begrip van sommige zwakheden in de tot nog toe gevolgde effectiseringschema's.

Aan het adres van de effectisering en het gebruik van kredietderivaten werden talrijke verwijten gericht: zij zouden aan de basis hebben gelegen van de financiële crisis en van de talloze verliezen die door de banken en de beleggers werden geleden. Het gebruik ervan is dan ook na de crisis grotendeels stilgevallen, wat heeft geleid tot een aanzienlijke beperking van de kredietverlening en – tot voor kort – sterk heeft gewogen op de economische groei in de Westerse economieën. Deze kritiek is slechts gerechtvaardigd in de mate dat hij verwijst naar de voorwaarden van het gebruik ervan door de financiële operatoren. Bij correct gebruik met correcte waarderingen en ernstige kwaliteitscontrole van de onderliggende activa zal deze financieringstechniek ook in de toekomst een wezenlijke bijdrage tot de financiering kunnen leveren. Dit proefschrift verduidelijkt waar, op juridisch vlak, de breuklijnen kunnen liggen en zal aldus bijdragen tot een betere structurering van deze verrichtingen.

Em. professor Eddy Wymeersch
Universiteit Gent
3 februari 2013

DANKWOORD

Na zes jaar te hebben gelezen en geschreven over kredietrisico en derivaten ben ik blij dat het moment is aangebroken om het dankwoord te schrijven. Ik ben dan wel de auteur van het proefschrift, maar het kader en de context waarin ik aan het onderzoek kon werken, is de verdienste van talrijke andere mensen, waarvan ik er tot mijn spijt nu ongetwijfeld vergeet.

In de eerste plaats ben ik – veel – dank verschuldigd aan mijn promotor Prof. dr. E. Wymeersch. Hij heeft mij lang voor de financiële crisis het onderzoeksthema gesuggereerd. De start van het onderzoek was echter niet het eindpunt van zijn werkzaamheden en betrokkenheid. Steeds wanneer ik dacht dat de doelstellingen waren bereikt, legde hij de lat weer nét iets hoger. Voor elke vakantieperiode kwam hij telkens teksten vragen, die vervolgens op heel korte termijn werden terugbezorgd, voorzien van talrijke opmerkingen en kritische glossen. Ik heb deze samenwerking steeds als bijzonder verrijkend en aangenaam ervaren. Dank ben ik ook verschuldigd aan mijn co-promotor Prof. dr. C. Van der Elst, die eigen accenten heeft aangebracht en het onderzoek complementair mee heeft aangestuurd.

Naast het doctoraatsonderzoek was het voor mij een voorrecht om jarenlang assistent te zijn van Prof. dr. C. Van Acker. Wij hebben steeds in de beste omstandigheden en verstandhouding kunnen samenwerken, maar toch onthoud ik vooral haar oprechte bezorgdheid en spontane aanmoedigingen wanneer bepaalde zaken niet liepen zoals gewenst.

Naast de promotoren ben ik ook de overige leden van de lees- en examencommissies, Prof. dr. em. H. Cousy, Prof. dr. H. Verwilst, Prof. dr. P.P.M. Joos, Prof. dr. P. Taelman en Prof. dr. M. Tison zeer erkentelijk voor hun kritische analyse en feedback op het proefschrift, alsook voor hun inzet die het mogelijk heeft gemaakt om het proefschrift binnen de twee maanden na neerlegging openbaar te verdedigen.

Het doctoraat verschijnt in de reeks van het *Financial Law Institute* en werd ook mee gedragen door de andere professoren, assistenten en de secretariaatsmedewerkers van het *FLI*. De goede en aangename werksfeer, de mogelijkheid om te overleggen, de randactiviteiten en de bereidwillige ondersteuning die ik van talrijke mensen heb mogen genieten, zijn zeker niet onbelangrijk geweest.

De afgelopen jaren zijn meer geweest dan aan een doctoraat denken en werken. Vandaar een bijzonder woord van dank voor Bart, Bruno, Jordi en Philippe, die telkens op het juiste ogenblik voor een aangename verstrooiing of passende aanmoediging hebben gezorgd.

Een laatste woord van dank gaat naar hen die de laatste zes maanden voor de neerlegging van het proefschrift met een doctorandus hebben samengeleefd. Hierbij denk ik niet aan het naleeswerk dat jullie hebben verricht of de controle van de bibliografie, maar wel aan de spontane interesse die jullie bleven betonen, de onophoudelijke aanmoedigingen en alle vormen van bijstand die jullie – waar mogelijk – hebben verleend. Mijn ouders, beste broer en schoonzus hebben hun vermelding in het dankwoord als geen ander verdiend!

Tot slot hoop ik dat mijn beide dochters Ines en Jutta tevreden en mee trots kunnen zijn op het resultaat en dat zij hun doorzettingskracht, die zij aan de dag hebben gelegd bij het relativeren van het doctoraatsonderzoek, mogen behouden! Ik draag dit boek graag aan hen op.

INHOUD

<i>Voorwoord</i>	v
<i>Dankwoord</i>	vii

Onderzoeksvraag en afbakening van het onderzoek.....	1
--	---

Hoofdstuk I.

Het tegenpartij- en kredietrisico	5
---	---

Afdeling 1. Algemeen	5
----------------------------	---

Afdeling 2. Risico: de blootstelling aan onzekerheid.....	5
---	---

Afdeling 3. Definiëring van het tegenpartij- en kredietrisico.....	11
--	----

§ 1. Algemeen	11
---------------------	----

§ 2. Het tegenpartijrisico.....	11
---------------------------------	----

§ 3. Het kredietrisico	12
------------------------------	----

§ 4. Tegenpartij- en kredietrisico sensu stricto.....	17
---	----

§ 5. Tussenbesluit m.b.t. het tegenpartij- en kredietrisico.....	21
--	----

Afdeling 4. De operationalisering van het kredietrisico	21
---	----

§ 1. Algemeen	21
---------------------	----

§ 2. De credit rating.....	22
----------------------------	----

A. Definitie en gebruik	22
-------------------------------	----

B. Grondslag en knelpunten.....	26
---------------------------------	----

C. Besluit	28
------------------	----

§ 3. De credit spread en asset swap spread.....	29
---	----

A. Uitgangspunt	29
-----------------------	----

B. Definiëring van de credit spread en asset swap spread.....	30
---	----

C. De credit spread bevat niet alleen een vergoeding voor het kredietrisico	34
---	----

1. Algemeen	34
-------------------	----

2. Het verschil in fiscaal regime en reglementair kapitaal	35
--	----

3. Het liquiditeitsrisico.....	35
--------------------------------	----

4. De vergoeding voor het marktrisico	36
---	----

5. Gebrek aan spreidingsmogelijkheden van het risico op onverwachte verliezen	37
---	----

D. Tussenbesluit m.b.t. de operationalisering van het kredietrisico ...	38
---	----

Hoofdstuk II.**Kredietrisicomanagement** 41

Afdeling 1. Omschrijving en indeling van het kredietrisicomanagement 41

§ 1. Situering en inleiding..... 41

§ 2. A-priorikredietrisicomanagement..... 42

§ 3. A-posteriorikredietrisicomanagement 45

Afdeling 2. A-posteriorikredietrisicomanagement door de overdracht van het actief 47

§ 1. Overdracht ten algemene titel versus overdracht ten bijzondere titel ... 47

A. Het gemeen recht: artikel 1690 BW 48

B. Twee alternatieven: de betaling met subrogatie en de novatie. 50

C. Bijzondere regelingen 51

§ 2. De overdracht van een in een waardepapier belichaamde schuldvoordering 54

§ 3. Tussenbesluit m.b.t. de overdracht van een actiefbestanddeel 56

Afdeling 3. A-posteriorikredietrisicomanagement door de indekking van het kredietrisico 57

§ 1. De kredietverzekering 58

A. Definitie, indeling, voorwerp en partijen 58

B. Werking 60

C. Tussenbesluit m.b.t. de bruikbaarheid van de kredietverzekering bij het kredietrisicomanagement 63

§ 2. De kredietderivaten 64

A. Definitie en basisprincipes. 64

B. De contractuele documentatie 67

1. De otc-markt 67

2. De gereguleerde markt..... 70

C. De verbindende kracht van de ISDA-documentatie 71

1. Toepassing op grond van de wilsvrijheid (art. 1134 BW)..... 71

2. De ISDA-documentatie: een gebruik in de zin van artikel 1135 BW? 72

D. De belangrijkste kredietderivaten 74

1. De credit default swap 74

2. De total return swap..... 94

3. De credit linked notes 99

4. De credit spread producten: de credit spread options. 102

E. Synthese van de gebruiksmogelijkheden en van de impact van de kredietderivaten 104

F. Short selling en de credit default swap 109

1. Short selling van financiële instrumenten 109

2. Het verbod en de regulering van short selling in de financiële crisis 111

3. De Verordening van het Europees Parlement en de Raad betreffende shortselling en bepaalde aspecten van kredietverzuimswaps	113
G. Het beheer van het tegenpartijrisico	121
1. Uitgangspunt	121
2. De bilaterale verrekening en vereffening	122
3. De centrale tegenpartij	142
4. Van quasi ongereguleerde bilaterale verrekening en vereffening naar gereguleerde centrale tegenpartijen en (gedeeltelijk) gereguleerde markten	157
H. Kwalificatie en juridisch risico van de credit default swap	190
1. Algemeen	190
2. Juridisch risico van de credit default swap naar Engels recht ..	193
3. Juridisch risico van de credit default swap naar Amerikaans recht	204
4. Juridisch risico en kwalificatie van de credit default swap naar Belgisch recht	214
 Hoofdstuk III.	
De effectisering	237
 Afdeling 1. Algemeen	237
Afdeling 2. De (in)directe financiering en de positie van de kredietinstelling	238
§ 1. Het financieel systeem	238
§ 2. De directe financiering	238
§ 3. De indirecte financiering: de werking en de balans van een kredietinstelling	241
A. Omschrijving en functie van de financiële tussenpersonen	241
B. De belangrijkste risico's voor de kredietinstelling als financiële tussenpersoon	242
1. Het kredietrisico	242
2. De verwatering van de activa	243
3. Het liquiditeitsrisico en de maturity mismatch	244
4. Renterisico en valutarisico	244
Afdeling 3. Verloop van de true-sale-effectisering	244
Afdeling 4. Definitie van de true-sale-effectisering en de asset-backed securities	245
Afdeling 5. Structurele componenten van de ABS	247
§ 1. De originator, sponsor en arranger	247
§ 2. De onderliggende activa	248
A. Soorten en voorwaarden	248
B. Risico's verbonden aan de onderliggende activa	250

1.	Algemeen	250
2.	Krediet- en marktrisico	250
3.	Het risico op vervroegde terugbetaling (prepayment risk): het contraction en extension risk	251
§ 3.	De inningsagent, beheerder of servicer	252
A.	Takenpakket van de servicer	252
B.	De originator als servicer	253
C.	Voordelen voor de originator	254
§ 4.	De special purpose entity	254
A.	Twee functionele doelstellingen van de SPE	254
B.	De structuur van de SPE	257
1.	Algemeen	257
2.	Belang van de structuur inzake de consolidatie	257
3.	Belang van de structuur voor de positie en de rechten van de investeerders	258
§ 5.	Ondersteuning van de SPE: credit enhancement en liquiditeitslijnen ..	264
A.	Credit enhancement	264
1.	Algemeen	264
2.	Intern credit enhancement	266
3.	Extern credit enhancement	271
B.	Liquiditeitslijnen	272
Afdeling 6. Aanwendingsmogelijkheden en voordelen van de true-sale- effectisering: het originate-and-distribute-model		273
§ 1.	De originator	273
A.	Realisatie en diversifiëring van de funding	273
B.	Reductie van de funding kost	274
C.	Het (off-balance-sheet-)beheer van het kredietrisico, marktrisico en volatiliteit	276
D.	Balansoptimalisatie	277
1.	De samenstelling van de balans en de maturity mismatch ...	277
2.	Het vrijmaken en het beheer van het reglementair kapitaal ...	277
E.	Vervroegde winst- of verlieserkenning en timing van de inkomsten	279
F.	Verhoging van de efficiëntie en maximalisatie van het com- paratief voordeel: “originate and distribute”	279
G.	Inhoudelijke verschuiving in de intermediatie en de realisatie van risicovrije commissies	280
H.	Tussenbesluit	283
§ 2.	De investeerders	283
§ 3.	De debiteur van de onderliggende activa	284

Hoofdstuk IV.	
Alternatieven en varianten voor de asset-backed securities	287
Afdeling 1. De gedekte obligaties (covered bonds)	287
§ 1. Inleiding	287
§ 2. Definitie van de gedekte obligatie	289
A. De aanzet: Richtlijn 85/611/EEG betreffende bepaalde ICBE's en beleggingen van ICBE's en Richtlijn 2009/65/EEG houdende de coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (ICBE's)	289
B. De <i>gedekte obligatie</i> in de Capital Requirements Directives (CRD)	292
C. De gestructureerde gedekte obligatie	294
D. De typologie van de gedekte obligatie volgens de ECBC	295
§ 3. De risico's voor de obligatiehouders	297
A. De vorming van een cover pool	297
1. Overzicht	297
2. Het dekkingsprincipe en de kwaliteit van de activa van de cover pool	298
3. Het preferentieel recht van de obligatiehouders en de isolatie van de activa van de cover pool	299
B. De solvabiliteit van de emittent	302
§ 4. De risico's voor de emittent van een gedekte obligatie	303
§ 5. Aanwendingsmogelijkheden van de gedekte obligaties	304
A. Voor de emittent	304
B. Voor de investeerders	305
§ 6. Tussenbesluit: de gedekte obligaties versus de ABS	306
Afdeling 2. De collateralized debt obligations (CDOs)	310
§ 1. De cash CDOs	310
A. Definitie en omschrijving	310
B. De cash flow en de market value CDO	313
1. De cash flow CDO	313
2. De market value CDO	316
C. Voor- en nadelen van cash CDOs	318
1. De sponsor/originator	318
2. De asset manager	320
3. De investeerders	320
§ 2. De synthetische CDO	320
A. Omschrijving en werking	320
B. Structurele varianten: de fully funded, unfunded en partially funded synthetische CDOs	322

1.	De fully funded CDO	322
2.	De unfunded synthetische CDO	323
3.	De partially funded synthetische CDO.	324
C.	Voor- en nadelen van de synthetische CDOs	325
§ 3.	Hybride structuren: de combinatie van een cash flow CDO met een synthetische CDO.	327
§ 4.	De CDO versus de ABS	327

Hoofdstuk V.

De werkelijke betrokkenheid van de originator bij de ABS en CDOs ná de effectisering 331

Afdeling 1.	De originator blijft blootgesteld aan risico en geniet opbrengsten uit de onderliggende activa	331
Afdeling 2.	De gevolgen van de betrokkenheid van de originator.	336

Hoofdstuk VI.

De boekhoudkundige rapportering van de ABS en de secured lending 339

Afdeling 1.	Algemeen	339
Afdeling 2.	De lening (secured lending)	339
Afdeling 3.	De ABS	340
Afdeling 4.	De effectisering met betrokkenheid van de originator: secured lending of ABS?	341
Afdeling 5.	IAS/IFRS.	344
§ 1.	Situatieschets en inleidende begrippen	344
A.	Evolutie en toepassing van IAS/IFRS in de EU	344
B.	De in de EU toepasselijke Internationale Standaarden voor Jaarrekeningen.	346
C.	Het raamwerk, de hiërarchie tussen de normen en de getrouwbeelduitzondering.	348
D.	Voor een effectisering relevante normen.	350
§ 2.	De rapportering van de effectisering onder IAS/IFRS	350
A.	IAS 27, Geconsolideerde jaarrekening en enkelvoudige jaarrekening	350
1.	De verhouding tussen IAS 39, IAS 27 en IAS 28	350
2.	De toepasselijkheid van IAS 27 op de originator.	351
3.	Definities en principe	354
4.	Het begrip ‘zeggenschap’	355
5.	Uitzonderingen en uitsluitingen.	372
6.	Krijtlijnen van de consolidatietechniek volgens IAS 27	373

B.	IAS 28, Investerings in geassocieerde deelnemingen	375
1.	Probleemstelling	375
2.	Definitie en principes	375
3.	Het consolidatiecriterium van IAS 28: een invloed van betekenis	376
4.	Toepassing van IAS 28 op SPEs	378
C.	IAS 39, Financiële instrumenten: opname en waardering	380
1.	Algemeen	380
2.	Achtergrond en uitgangspunt	380
3.	Definities	383
4.	Niet langer opnemen van een financieel actief	385
5.	De boekhoudkundige rapportering van een financieel actief volgens IAS 39	408
6.	Opname van een financieel actief en een financiële verplichting	416
7.	Niet langer opnemen van een financiële verplichting	418
8.	Pro memorie: het verbod op compensatie of saldering tussen activa en verplichtingen	419
D.	Tussenbesluit	420
§ 3.	IFRS na de financiële crisis	422
A.	De weglating van financiële activa en verplichtingen	422
1.	Exposure Draft 2009/3 Derecognition	422
2.	Verdere evolutie	426
B.	De consolidatie: IFRS 10, Consolidated Financial Statements	428
1.	Overzicht	428
2.	De krachtlijnen van IFRS 10	429
3.	De gevolgen van IFRS 10 voor de consolidatie van structured entities	432
§ 4.	Tussenbesluit m.b.t. IAS/IFRS	432
Afdeling 6. US GAAP		440
§ 1.	Situatieschets en inleidende begrippen	440
A.	De in de VS toepasselijke standaarden voor jaarrekeningen	440
B.	Van verschillende bronnen naar één codificatie	442
C.	Voor de effectisering toepasselijke standaarden	443
1.	De opname en weglating van financiële activa en verplichtingen	443
2.	De consolidatie	444
§ 2.	De rapportering van de effectisering onder US GAAP	446
A.	De verhouding tussen SFAS 140 en FIN 46(R)	446
B.	SFAS 140, Accounting for transfers and servicing of financial assets and extinguishments of liabilities	446

1. Achtergrond en uitgangspunt	446
2. De boekhoudkundige rapportering van een financieel actief volgens SFAS 140	458
3. Niet langer opnemen van een financiële verplichting.	463
C. FIN 46(R) Consolidation of Variable Interest Entities	463
1. Algemeen	463
2. Variable interests en de variable interest entity	464
3. De houder van het merendeel van de variable interests moet de variable interest entity consolideren.	470
4. Toepassing van de FIN 46(R) op SPEs.	472
5. De twee uitzonderingen van FIN 46(R) m.b.t. de consolidatie van een QSPE.	474
D. US GAAP ná de financiële crisis: SFAS 166 en SFAS 167: het einde van de QSPE-uitzondering	481
1. SFAS 166, Accounting for transfers of financial assets – an amendment of FASB Statement No. 140	481
2. SFAS 167, Amendments to FASB Interpretation No. 46(R)	483
§ 3. Tussenbesluit m.b.t. US GAAP.	485
A. US GAAP vóór de financiële crisis.	485
B. US GAAP na de financiële crisis.	487
Afdeling 7. Het boekhoudrecht wordt aangestuurd door de markten en regulatory arbitrage.	488
Hoofdstuk VII.	
Eindbesluiten	493
Hoofdstuk VIII.	
Belangrijkste bevindingen	509
<i>Bibliografie</i>	<i>511</i>
<i>Index.</i>	<i>533</i>

ONDERZOEKSVRAAG EN AFBAKENING VAN HET ONDERZOEK

Het uitgangspunt van het onderzoek is de vraag: welke effecten veroorzaken de kredietderivaten en de effectisering wanneer zij voor kredietrisicomanagement worden gebruikt? Deze onderzoeksvraag is meerlagig en valt uiteen in drie subvragen. In de eerste plaats wordt het begrip kredietrisico gedefinieerd en wordt dit begrip gesitueerd ten opzichte van het eigendomsrisico en het tegenpartijrisico. Ten tweede worden de kredietderivaten omschreven en wordt nagegaan of (en onder welke voorwaarden) met deze instrumenten een overdracht van kredietrisico kan worden gerealiseerd alsook welke risico's en problemen een dergelijk gebruik met zich meebrengt. Tot slot wordt de (true-sale-)effectisering omschreven en wordt onderzocht of (en onder welke voorwaarden) de effectisering voor de overdracht van kredietrisico kan worden ingezet en tot welke risico's en problemen een dergelijk gebruik van de effectisering mogelijk aanleiding geeft.

Het uitgangspunt en de verantwoording van het onderzoek zijn beide gelegen in de financiële crisis. De crisis vestigde de aandacht op het kredietrisico alsook op het gebruik van de effectisering en de kredietderivaten (waaronder de credit default swap) als techniek voor het beheer van de blootstelling aan het kredietrisico. Vooral de effectisering werd herhaaldelijk aangewezen als de oorzaak van moral hazard omdat het de prikkels van de kredietverlener tot grondige risicoselectie, risicoanalyse en risicobeheer zou wegnemen. De kredietderivaten werden vooral ten kwade geduid omdat zij de gevolgen van het moral hazard in het financiële systeem hebben verspreid en aan alles een systemische dimensie hebben gegeven.

Hoewel zeker niet alleen financiële instellingen aan kredietrisico worden blootgesteld, wordt het gebruik van de effectisering en de kredietderivaten onderzocht vanuit het perspectief van de financiële instellingen. Dit om twee redenen. De financiële instellingen hebben de effectisering en de kredietderivaten op grote schaal gebruikt. Bovendien worden zij in hun bedrijfsvoering als geen ander geconfronteerd met het kredietrisico, het tegenpartijrisico en talrijke andere risico's, wat toelaat om de impact van het gebruik van deze technieken goed in kaart te brengen.

Het onderzoek wordt als volgt gesystematiseerd. In het eerste hoofdstuk worden de begrippen krediet- en tegenpartijrisico gedefinieerd en geoperationaliseerd. Met dit doel voor ogen wordt eerst ingegaan op de concepten onzekerheid, blootstelling en risico. Het opzet van het eerste hoofdstuk bestaat uit begripsvorming met als doel te voorzien in een werkbare omschrijving van de verschillende verschijningsvormen van het tegenpartijrisico en het kredietrisico.

Het beheer van het kredietrisico (het kredietrisicomanagement) staat centraal in het tweede hoofdstuk. De verschillende fasen in het kredietrisicomanagement worden onderscheiden en er wordt een algemeen overzicht gegeven van de verschillende juridische technieken waarmee de blootstelling aan het kredietrisico kan worden beheerd. De knelpunten van de diverse technieken worden onderzocht.

De kredietderivaten worden in het kredietrisicomanagement ingepast en worden, gelet op de tweede onderzoeksvraag, grondig geanalyseerd. De belangrijkste kredietderivaten (credit default swap, total return swap en credit linked notes) worden gedefinieerd, gesitueerd en vervolgens met elkaar vergeleken. Tevens wordt – met de marktstructuur als uitgangspunt – afgetoetst of de kredietderivaten voor een overdracht van kredietrisico kunnen worden gebruikt en of zij op hun beurt aanleiding geven tot bijzondere risico's of problemen. Aangezien de effectiviteit van een derivaat als instrument voor de overdracht van kredietrisico mee wordt bepaald door de vraag of en op welke wijze deze risico's kunnen worden beheerd, wordt ook uitvoerig ingegaan op dit aspect. De diverse wetgevende initiatieven die in dit verband in de Verenigde Staten en Europa werden genomen, worden vergeleken en geëvalueerd. De effectisering wordt niet in het schema van het kredietrisicomanagement ingepast, aangezien de effectisering een toepassing is van een andere, reeds bestaande techniek voor kredietrisicomanagement: de overdracht.

In een derde hoofdstuk wordt de effectisering op basis van een literatuuronderzoek beschreven en gedefinieerd. De voorwaarden waaraan een effectisering moet beantwoorden om een overdracht van kredietrisico te realiseren, worden geïdentificeerd. Vertrekkend vanuit de diverse risico's waaraan de financiële instelling is blootgesteld, wordt de impact van een effectisering en meer bepaald van een emissie van asset-backed securities op de balans en de werking van de financiële instelling onderzocht. Tevens wordt uitvoerig ingegaan op de wijze waarop deze risico's worden verdeeld over de verschillende actoren die bij een effectisering betrokken zijn.

In het vierde hoofdstuk wordt ingegaan op twee instrumenten die een zekere verwantschap vertonen met de asset-backed securities: de gedekte obligaties en de collateralized debt obligations (hierna CDOs). Aan de hand van de voorwaarden

die in hoofdstuk drie werden geïdentificeerd om een overdracht van kredietrisico te realiseren, wordt nagegaan of deze technieken in aanmerking komen voor de overdracht van kredietrisico.

De concrete verschijningsvorm van de effectisering lijkt in de praktijk sterk af te wijken van het theoretisch uitgangspunt van hoofdstuk drie. In hoofdstuk vijf worden de verschillpunten aangeduid, gecatalogeerd en wordt ingegaan op de mogelijke gevolgen.

Aangezien het onderzoek indiceert dat de voorwaarden die aan een effectisering worden gesteld om een overdracht van kredietrisico te realiseren voornamelijk boekhoudkundig zijn, wordt in hoofdstuk zes onderzocht of het boekhoudrecht en meer in het bijzonder IAS/IFRS en US GAAP ruimte bieden om met de effectisering een overdracht van kredietrisico te realiseren. De analyse van het boekhoudrecht gebeurt op basis van de concrete verschijningsvorm van de effectisering, zoals besproken in hoofdstuk vijf. Naar aanleiding van de financiële crisis werden verschillende boekhoudkundige standaarden en interpretaties gemeendeerd. Daarom wordt altijd eerst ingegaan op de standaarden en interpretaties zoals die voor de financiële crisis golden. Daarna worden de reeds doorgevoerde amendementen en de toekomstige wijzigingen besproken.

Het kredietrisico, de kredietderivaten en de effectisering hebben talrijke raakvlakken. De klemtoon van het onderzoek ligt op de overdracht van risico door middel van kredietderivaten of een effectisering. De verschillende juridische technieken werden vanuit deze invalshoek alsook vanuit een universeel en grensoverschrijdend macroperspectief besproken. De impact van een overdracht van kredietrisico door middel van kredietderivaten of een effectisering op het reglementair kapitaal, het zekerheidsrecht en de mogelijke aansprakelijkheden/problemen bij het structureren en verhandelen van ABS en CDOs vallen buiten het opzet van het onderzoek. De aspecten die deel uitmaken van het effectenrecht, behoren evenmin tot het voorwerp van het onderzoek.

