

Schieten op securitisaties: het Lehman-moment van Liset Hamming

Toen Lehman Brothers in 2008 omviel, had Liset Hamming nog nooit van securitisaties gehoord. Dat veranderde toen ze twee jaar later als advocaat-stagiaire aan de slag ging bij Loyens & Loeff. Deze week ging ze in gesprek met haar oude baas en de legal counsel: hoe onveilig waren de ‘pakketjes’ hypotheken en andere vorderingen, beter bekend als de producten die de schuld van de kredietcrisis kregen?

Het is 2010 als ik aanbel bij de Fred. Roeskestraat 100, op het hoekje van de Amsterdamse Zuidas. Loyens & Loeff, staat er op de gevel. Niet zomaar een naam: het kantoor staat dat jaar op de [derde plek van ‘grootverdieners’](#) in Europa. Nu, in 2018, werken er meer dan 900 advocaten, fiscalisten en notarissen en heeft het een jaarlijkse omzet van 311,6 miljoen euro.

Vóór 2010 had ik de eerste helft van mijn advocaat-stage doorgebracht bij een piepklein advocatenkantoor in Den Haag. Daar zat ik met mijn neus in rapporten van Amnesty International en de Verenigde Naties: verslagen over foltering in Kameroen, duidingen van de oorlogssituatie in Irak en strafbaarstelling van homoseksualiteit in Niger. Op basis van die rapporten probeerden we de Vreemdelingenwet te interpreteren in het belang van onze cliënten, te weten vluchtelingen die in Nederland politiek asiel hadden aangevraagd.

Ik kan me nog wel herinneren dat ik in 2008 over de val van Lehman Brothers las, maar dat zag als Amerikaans nieuws: een show die zich ver van mijn bed en werkplek afspeelde. Van securitisaties had ik in die tijd überhaupt nog nooit gehoord.

Hoe anders werd dat toen ik vier jaar later bij Loyens & Loeff — [‘marktleider op het gebied van securitisaties’](#) — aan de slag ging.

‘Geld groeit niet op de rug van de banken’

Ik werd geplaatst in het ‘securisatieteam’ van Mariëtte van ’t Westeinde, sinds 2003 partner bij Loyens & Loeff. Haar team telde zeven advocaten en wisselend een of twee advocaat-stagiaires zoals ik. We waren onderdeel van de praktijkgroep Bank & Effectenrecht en werden gezien als ‘nerds’. Wij troostten ons met de gedachte dat we geen ‘cowboys’ waren, zoals de anderen binnen *banking*. Bovendien snapten zij niets van onze securisatie-‘deals’.

Om eerlijk te zijn: zelf had ik moeten oefenen met de uitspraak van ‘securisatie’ om te voorkomen dat ik erover zou struikelen. Mijn kamergenoot had me breed gebarend de grote lijnen van deze relatief nieuwe financieringsconstructie uitgelegd; Van ’t Westeinde gaf me het boekje ‘Securisatie’, dat zij in 2002 samen met haar oud-collega bij KPMG Bart Joosen had geschreven.

‘Geld groeit niet op de rug van banken,’ herinnert Joosen mij als ik hem vraag naar het ontstaan van de securisatiemarkt. Hij is inmiddels buitengewoon hoogleraar Financieel recht aan de Vrije Universiteit in Amsterdam en *of counsel* binnen de praktijkgroep Bank en Effectenrecht van Loyens & Loeff. ‘Het bundelen van vorderingen was zeker in Nederland in eerste instantie een financieringsmiddel.’

Joosen neemt me mee terug naar de jaren tachtig: ‘Onder andere Philips,’ voor wie Joosen in die tijd werkte, ‘bundelde al zijn vorderingen op groothandelaren, die de ijskasten en televisies van Philips doorverkochten. De meeste groothandels hanteren een betalingstermijn van 90 dagen en gedurende die 90 dagen heb je als bedrijf, tot de daadwerkelijke betaling, een vordering op de groothandel. Door deze vorderingen te bundelen en te verkopen aan Amerikaanse beleggers kon Philips eerder over zijn geld beschikken en daardoor ook eerder nieuwe productie financieren. Een versnelling van de cashflow.’ Waarom aan Amerikaanse beleggers? ‘In Europa bestond en bestaat er nog steeds weinig belangstelling voor dit soort schuldpapier, dat op zeer korte termijn afgelost wordt.’

Product van de duivel

Maar al snel gingen banken met hypotheek – vorderingen van vaak minstens dertig jaar — hetzelfde doen. Ze ontwikkelden een constructie waarbij de bank de vorderingen eerst aan een speciaal voor deze transactie opgerichte vennootschap, een *special purpose vehicle (SPV)*, verkocht. Deze SPV gaf vervolgens aandelen uit die beleggers konden kopen. Zo konden banken met hun uitstaande hypotheek financiering aantrekken om nieuwe hypotheek te verstrekken.

‘Je was gek als je niet meedeed’

De securitisatie was geboren. Eerst in Amerika, en later ook in Nederland. In 1996 introduceerde Fortis de eerste ‘daadwerkelijke’ securitisatie, herlees ik in de inleiding van ‘Securitisatie’. Maar daar hield het niet op: behalve zelf te securitiseren, gingen Europese banken ook beleggen in Amerikaanse securitisaties.

En daar ging het mis.

‘De hypotheek die in Amerika verstrekt werden, voldeden niet aan de kwaliteitseisen die wij in Europa stellen,’ zegt Joosen. Deze Amerikaanse hypotheek worden *subprime mortgages* genoemd: hypotheek verstrekt aan mensen die geen ‘gewone’ hypotheek kunnen krijgen. Omdat ze de hypotheekrente niet kunnen betalen omdat ze werkloos zijn, bijvoorbeeld. Amerikaanse banken boden deze groep tóch een hypotheek aan, met een lage rente om makkelijk in te stappen. Die rente zou daarna snel stijgen.

Het grote risico dat deze klanten de hypotheekrente niet meer konden betalen, werd voor lief genomen: de verwachting luidde dat met de stijgende huizenprijzen een eventueel verlies zou kunnen opvangen. Bij het uitblijven van de betalingen kon de bank immers het huis executeren en de hypotheekschuld uit de opbrengst voldoen.

Toen in 2007 bleek dat een groot gedeelte van deze groep inderdaad hun hypotheekrente niet kon betalen, en dat bovendien de huizenprijzen daalden in plaats van stegen, stortte de hele boel in.

‘Als je er troep instopt, komt er troep uit,’ vat Van ’t Westeinde samen. En die troep kwam in Europa terecht, waar veel Europese banken en verzekeraars in deze Amerikaanse securitisaties belegd hadden. ‘Het ging al jaren heel goed op de financiële markten. *The sky was the limit*, er werd niet aan tegenslagen gedacht. Een euforische stemming waarbij iedereen zoveel mogelijk wilde profiteren: je was gek als je niet meedeed.’

‘Ze hebben lopen schieten op iets waar niet op geschoten hoefde te worden’

‘In de politiek werd gesproken over “het product van de duivel”, maar met de Europese securitisaties was niets mis,’ vertelt Joosen. ‘Stel, je hebt honderd hypotheekleningen. Hoeveel daarvan zullen er leiden tot wanbetaling? In Nederland was dat ongeveer 0,4 procent, in Amerika 30 procent.’ Toch werden alle securitisaties over één kam geschoren. Van ’t Westeinde: ‘We konden de banken niet meer vertrouwen, was de conclusie. Parlementariërs wilden niet luisteren en handelden verblind door paniek en met gebrek aan verstand van zaken. Jarenlang is dat zo doorgegaan, gevoed door berichtgeving in de media.’

Schieten

Als reactie op de crisis werden de kapitaaleisen voor banken en andere investeerders aangescherpt, waardoor beleggers een hogere rentevergoeding eisten en securitisaties ‘aanzienlijk’ duurder werden dan de op securitisatie lijkende *covered bonds*. ‘Terwijl securitisaties minstens vergelijkbare zekerheid bieden,’ zegt Van ’t Westeinde.

Het uitgeven van *covered bonds* is niets meer of minder dan het aantrekken van financiering door het verstrekken van een met onderpand gedekte lening, zoals vóór het securitiseren. Gedekt door bijvoorbeeld een bundel hypotheekleningen.

Andere regelgeving van na de crisis was erop gericht om instellingen als banken, verzekeraars en pensioenfondsen te ontmoedigen om te beleggen in securitisaties. Joosen: ‘Investeerders mochten er niet meer op vertrouwen dat de Nederlandse securitisatie op een nette manier in elkaar was gezet. Ze werden verplicht om veel beter te kijken naar de details van de securitisatie en dan vooral naar de onderliggende vorderingen. Dit dubbele werk kost veel tijd en dus geld en maakt securitisaties erg onaantrekkelijk om in te beleggen. Dit gebeurde terwijl de Nederlandse securisatiemarkt voor 99,5 procent prima was. De overige 0,5 procent waren securitisaties van ELQ Hypotheken, de Nederlandse tak van Lehman Brothers. Ze hebben lopen schieten op iets waar niet op geschoten hoefde te worden.’

‘Hier zie je hoe ernstig het gevolg van de misvattingen rond Europese securitisaties is,’ voegt Van ’t Westeinde toe. ‘Door de onterechte nadelige behandeling gingen verzekeraars liever rechtstreeks hypotheekportefeuilles kopen. Dat is gevaarlijker dan beleggen in een goed gestructureerde securitisatie, want als er dan iets misgaat met de onderliggende hypotheekleningen heb je meteen een verlies te pakken. De extra zekerheden die bij securitisaties zijn ingebouwd kunnen je dan niet helpen.’

‘Er is in die zestien jaar veel gebeurd’

Veel belangrijker was het tegengaan van de Amerikaanse securitisaties waarin ‘troep’ was gebundeld en uitgegeven. In Europa werden Amerikaanse *rating agencies*, die de bundeling en verkoop van de subprime mortgages in Amerika verkeerd hadden beoordeeld, onder Europees toezicht geplaatst. Joosen: ‘Met als gevolg een toename van het aantal Europese rating agencies die zich bovendien gingen specialiseren, en het beoogde herstel van het vertrouwen in de markt.’

Wederopstanding

Na 2010 kwam er langzaam nieuw leven in de Europese securisatiemarkt. Toen ik begon, deden we nog vooral veel herstructureringen en de afwikkeling van de securitisaties van DSB. Maar

nieuwe partijen dienden zich aan: TULP hypotheeklen bijvoorbeeld, en ELAN woninghypotheeklen. Er werden andere soorten vorderingen gebundeld, waaronder autoleases en creditcardschulden.

Begin 2015 komt ook het [IMF tot de conclusie](#) dat de economie, en vooral het midden- en kleinbedrijf, gebaat is bij de wederopstanding van de securitisatiemarkt. Joosen: ‘Vanaf 1 januari 2019 treedt er een securitisatieverordening in werking die fungeert als een soort keurmerk. Tegenover securitisaties die aan de vereisten van de verordening voldoen, de zogenaamde “simple, transparent and standardised” (STS)-securitisaties, hoeven minder kapitaaleisen te staan dan nu het geval is.’ Van ’t Westeinde: ‘Terwijl in feite de Nederlandse securitisaties altijd al voldeden aan de eisen die in de vordering gesteld worden. Het grote voordeel van STS-securitisaties is dat daar minder kapitaal tegenover hoeft te staan en dat Amerikaanse securitisaties met dubieuze vorderingen niet aan deze eisen zullen voldoen. Voor de securitisaties die niet voldoen, gelden dan nog steeds de hoge kapitaaleisen en die zijn daarmee dus minder aantrekkelijk.’

Komend jaar komt ook een herziene versie van het Securitatieboekje uit. Joosen: ‘Er is in die zestien jaar veel gebeurd, dus een herziening is wel op z’n plaats.’ Van ’t Westeinde hoopt dat de securitisatiemarkt inderdaad weer aantrekt. Niet alleen omdat het goed is voor de economie: ‘Het is een mooie vorm van financiering, maar het is ook heel leuk en intellectueel uitdagend werk.’

Precies zo herinner ik me mijn tijd in het team van Van ’t Westeinde. Maar als journalist zal ik de ontwikkelingen nauwlettend in de gaten houden.