

Fiche 4: Verordening over sovereign bond-backed securities (SBBS)

1. Algemene gegevens

a) Titel voorstel

Voorstel voor een verordening van het Europees Parlement en de Raad aangaande sovereign bond backed securities.

b) Datum ontvangst Commissiedocument

24 mei 2018

c) Nr. Commissiedocument

COM(2018) 339

d) EUR-Lex

http://eur-lex.europa.eu/procedure/EN/2018_171

e) Nr. impact assessment Commissie en Opinie Impact-assessment Board

SWD(2018)253

f) Behandelingstraject Raad

Raad voor Economische en Financiële Zaken

g) Eerstverantwoordelijk ministerie

Ministerie van Financiën

h) Rechtsbasis

Artikel 114 van het Verdrag betreffende de werking van de EU.

i) Besluitvormingsprocedure Raad

Gekwalificeerde meerderheid

j) Rol Europees Parlement

Medebeslissing

2. Essentie voorstel

a) Inhoud voorstel

In de reflectiepaper over de verdieping van de Economische en Monetaire Unie (EMU) van mei 2017 werd door de Commissie reeds gerefereerd aan een raamwerk voor zogenoemde *sovereign bond backed securities* (SBBS). Met het voorstel voor een verordening geeft de Commissie hier nu concreet gestalte aan. De Commissie bouwt met het voorstel nadrukkelijk voort op het werk van een werkgroep binnen het Europees Comité voor systeemrisico's (*ESRB High Level Task Force on*

Safe Assets).¹ Het doel van het voorstel is volgens de Commissie het verminderen van de vicieuze cirkel tussen banken en overheden. Overheden moesten in de crisis optreden als redder in nood toen banken in de problemen kwamen. Ook overheden op hun beurt, brachten banken, met geconcentreerde portefeuilles aan staatsobligaties, in een kwetsbare positie. De Commissie wil deze cirkel doorbreken door de blootstelling van banken aan hun eigen overheid terug te dringen, het aanbod van veilige activa (ook wel '*safe assets*' genoemd) te vergroten en het tevens voor marktpartijen aantrekkelijker maken te investeren in schuld uitgegeven door kleine en daarmee veelal minder liquide overheden. Een SBBS is door de Commissie voorzien als middel om dit te bereiken.

Een SBBS is een gestandaardiseerde securitisatie die de staatsobligaties van individuele eurolidstaten bundelt en trancheert. Een SBBS wil bewerkstelligen dat financiële instellingen een meer gediversifieerde portefeuille aan overheidsobligaties aanhouden. Een SBBS is geen (vorm van een) 'eurobond'. Een eurobond en een SBBS kennen een aantal belangrijke verschillen. Ten eerste, blijven bij een SBBS lidstaten zelf verantwoordelijk voor de financiering van de staatsschuld. Er is daarmee geen gezamenlijk financieringsrisico. Na de initiële uitgifte door de lidstaten, kunnen de staatsobligaties van de 19 lidstaten van de eurozone worden gebundeld. Het is in beginsel nu reeds mogelijk een dergelijk product uit te geven, maar geen private partij heeft daarvoor interesse getoond. Het voorstel wil het gemakkelijker maken voor private partijen om deze bundeling en uitgifte van de securitisatie te realiseren. Ten tweede, wijkt het voorstel van SBBS af van een voorstel voor eurobonds, omdat het voorstel niet voorziet in een mutualisatie van (een deel van) de staatsschuld van lidstaten waarvoor deze gezamenlijk garant staan.

Het aandeel van de obligaties van de individuele eurolidstaten in de totale SBBS securitisatie zal worden bepaald aan de hand van de ECB-kapitaalsleutel. Het voorstel creëert de mogelijkheid om binnen een beperkte bandbreedte van 5% van deze kapitaalsleutel af te wijken. De securitisatie zal bestaan uit een senior tranche en een of meerdere achtergestelde (mezzanine of junior) tranches. Elke tranche vormt een claim op een deel van de gehele onderliggende portefeuille aan staatsobligaties. Er is dus geen sprake van het trancheren van bepaalde groepen van eurolidstaten. In het geval dat een of meerdere van de onderliggende staatsobligaties niet worden afgelost zullen de verliezen eerst voor rekening komen van deze achtergestelde tranches, en pas daarna voor rekening van de senior tranche. De zodoende relatief minder risicodragende senior tranche zal 70% van de nominale waarde van de hele SBBS beslaan.

Hoewel er geen juridische belemmeringen zijn voor private partijen om momenteel een SBBS met bovengenoemde eigenschappen uit te geven, is het vanwege de prudentiële behandeling van securitisaties op dit moment financieel onaantrekkelijk om SBBS op de markt te brengen, aldus de Commissie. Het aanhouden van securitisaties door banken vereist extra kapitaal ten opzichte van het kapitaal dat nodig zou zijn voor het rechtstreeks aanhouden van de onderliggende activa. Voor securitisaties geldt een hoger risicogewicht dan directe beleggingen in de gesecuritiseerde activa

¹ https://www.esrb.europa.eu/pub/task_force_safe_assets/html/index.en.html

zelf. Dit is onder meer het geval vanwege de complexiteit van de securitisatiestructuur – in het bijzonder de keuze voor de trancheringsgrenzen - en de risico's als gevolg van asymmetrische informatie tussen uitgevers van securitisaties enerzijds en investeerders anderzijds. Investeerders kunnen er hierdoor niet zonder meer vanuit gaan dat de risico's die ze lopen gelijk zijn aan de risico's van de onderliggende portfolio. De Commissie redeneert dat dergelijke risico's in het geval van staatsobligaties afwezig zijn: de onderliggende activa zijn bekend en worden frequent verhandeld op secundaire markten waardoor voldoende prijsinformatie bekend is. Ook voor verzekeringsmaatschappijen bestaan er extra kapitaalkosten voor securitisaties ten opzichte van directe beleggingen in staatsobligaties. Voor pensioenfondsen en instellingen voor collectieve beleggingen zijn er op voorhand geen additionele vereisten om te investeren in securitisaties. Voor pensioenfondsen en instellingen voor collectieve belegging wordt het eigen vermogen berekend ten opzichte van de balans gewaardeerd op marktwaarde. Daarbij gelden er wel algemene beleggingsprincipes en op punten diversificatievereisten.

De Commissie betoogt dat haar voorstel voor SBBS in lijn is met de eerdere verordening voor eenvoudige, transparante en gestandaardiseerde (STS) securitisaties. In deze STS-verordening wordt een 'doorkijk benadering' gehanteerd, waarbij de kapitaalgewichten op securitisaties worden gebaseerd op de kapitaalgewichten voor de onderliggende activa, mits de securitisatie aan aanvullende voorwaarden voldoet. Voor alle (STS-)securitisaties blijft echter gelden dat er een kapitaalopslag werd gehanteerd ten opzichte van directe beleggingen in de onderliggende activa, daarnaast is er een retentie-eis van 5% voor de uitgever van toepassing en *due-dilligence* vereisten voor de investeerder. Banken en verzekeraars moeten daarom voor een securitisatie meer kapitaal aanhouden dan voor de directe belegging in dezelfde activa bij eenzelfde risico. De Commissie stelt voor om deze benadering voor staatsobligaties los te laten. Zij geeft daarbij als redenen dat staatsobligaties reeds eenvoudige, transparante en gestandaardiseerde producten zijn en staatsobligaties reeds in aanmerking kunnen komen voor een 0% risicogewicht.

De Commissie bepleit daarom om in verschillende prudentiële kaders de behandeling van SBBS vergelijkbaar te maken met die voor reguliere staatsobligaties. Ze spreekt in deze context over "*regulatory neutrality*". De Commissie doet hiertoe als onderdeel van dit voorstel separate voorstellen voor aanpassing van de kapitaaleisenverordening (575/2013), de gedelegeerde verordening voor de liquiditeitsratio voor banken (2015/61), de richtlijn betreffende de toegang tot en uitoefening van het verzekerings- en herverzekeringsbedrijf (solvabiliteit II, 2008/138/EC), de pensioenfondsenrichtlijn (2016/2341/EC) en de richtlijn voor instellingen voor collectieve belegging in effecten (UCITS, 2009/65/EC). Deze voordelige prudentiële behandeling geldt daarbij voor zowel de senior als de achtergestelde (junior en mezzanine) tranches.

De verwachting van de Commissie is dat een dergelijke vergelijkbare prudentiële behandeling het voor financiële marktpartijen, o.a. banken en verzekeraars, relatief aantrekkelijker maakt SBBS aan te houden, in plaats van gewone staatsobligaties. De Commissie denkt dat dit vooral zal gelden voor de minder liquide staatsobligaties van kleine en middelgrote landen. Een SBBS zal door diversificatie, de blootstellingen op de eigen overheid verminderen. Het aanbod van relatief veilige activa wordt daarnaast volgens de Commissie vergroot doordat risico's voor de senior tranche

kleiner zullen zijn dan de risico's voor individuele staatsobligaties die nu niet de hoogste kredietwaardigheidsrating hebben, en als zodanig niet als relatief veilige activa worden gezien. Omdat SBBS zich als marktgedreven instrument moet bewijzen verwacht de Commissie dat de markt voor deze producten zich gradueel zal ontwikkelen en dat er geen belangrijke negatieve effecten zijn voor bestaande markten voor staatsobligaties.

Het voorstel bevat daarnaast enkele specifieke regels over, hoe, wanneer en onder welke voorwaarden, van de vormgevingseisen van een SBBS kan worden afgeweken, zonder dat uitgiftes het predicaat SBBS en de gunstige prudentiële behandeling verliezen. De Commissie kan afwijken van de ECB-kapitaalsleutel, door uitgiftes van een specifiek land uit te sluiten, indien zich dit in een macro-economisch stabilisatieprogramma bevindt. De Commissie kan daarnaast, in het geval dat een of meerdere lidstaten te maken krijgt met zware ontwrichting op markten voor hun publieke schuld, het aandeel van de senior tranche verlagen naar 60%, om zo de hoge kredietwaardigheid van de senior tranche te waarborgen. Private partijen die SBBS uitgeven krijgen de vrijheid de aandelen van de achtergestelde tranches vast te stellen. Daarbij geldt wel het minimumvereiste dat de meest junior tranche, die als allereerste verliezen zal moeten opvangen, minimaal 2% van de nominale waarde van een SBBS moet bedragen. Deze flexibiliteit in het SBBS-product, maakt dat het lastig kan zijn om verschillende uitgiften van SBBS goed te kunnen vergelijken als deze verschillend zijn gestructureerd. Hetgeen de prijsvorming en liquiditeit negatief kan beïnvloeden.

Tot slot omvat het voorstel diverse artikelen over notificatie over uit te geven SBBS (aan ESMA, de Europese Autoriteit voor Effecten en Markten), transparantie en informatievereisten, toezicht en sancties bij misbruik van het label 'SBBS'.

b) Impact assessment Commissie

De Commissie beoogt met het SBBS-voorstel de verwevenheden tussen banken en overheden te reduceren en daarmee de risico's binnen de bankenunie te beperken. In haar impact assessment gaat zij slechts beperkt in op de door haar geïdentificeerde alternatieven voor SBBS. Daarbij noemt zij een aanpassing van de risicoweging van staatsobligaties en eurobonds met risicomutualisatie. De Commissie acht SBBS meer geëigend om haar doelstellingen te bereiken, maar stelt vast dat een goedwerkende SBBS-markt niet uit zichzelf tot stand komt en doet met deze verordening een voorstel voor een 'enabling framework'.

De impactevaluatie van de Commissie spitst zich toe op enkele belangrijke keuzes die gemaakt moeten worden bij de introductie van SBBS om tot een goed werkende markt te komen. Allereerst is er een keuze tussen veel flexibiliteit in de vormgeving van het product (minder standaardisatie) of juist een meer prescriptief en gedetailleerd regelgevend kader voor SBBS. Er is voor de laatste variant gekozen om de kans zo groot mogelijk te maken dat SBBS via standaardisatie zo liquide mogelijk kunnen worden. Daarnaast is op basis van de impactevaluatie gekozen om voor achtergestelde (junior) tranches ook de prudentiële behandeling van reguliere staatsobligaties over te nemen: de zogenaamde nul-*risicoweging*. Een alternatieve benadering, waarbij voor deze junior tranches wel de reguliere prudentiële behandeling voor securitisatie zou blijven gelden, is volgens de Commissie inconsistent met de huidige prudentiële behandeling van staatsobligaties. Tot slot

geeft de evaluatie de kwantitatieve effecten van zowel een scenario waarin slechts een beperkt volume aan SBBS wordt uitgegeven alsook van een scenario waarin de totale uitgiften groeien tot een volgens de Commissie "macro-economisch relevant" volume.

De Commissie maakt in de annex bij de impact assessment ook een kwantitatieve analyse van de impact van SBBS op de liquiditeit van nationale obligatiemarkten. De Commissie stelt dat de opwaartse effecten van een SBBS op de bied- en laatprijzen naar verwachting 'minor to mild' zijn. De Commissie gebruikt daarbij het Public Sector Purchase Programme (PSPP) van de Europese Centrale Bank – het opkopen van obligaties van publieke instellingen en lidstaten in het kader van kwantitatieve verruiming – als proxy om de impact van een SBBS in te schatten. De Commissie stelt dat een PSPP net als een SBBS tot een opkoop van staatsobligaties leidt, die later niet terugkeren op secundaire markten. Zoals de Commissie zelf ook aangeeft bestaan er ook belangrijke verschillen tussen de manier waarop PSPP de markt heeft beïnvloed en wat het effect van SBBS zou kunnen zijn. Dit kan leiden tot een significant andere impact op de liquiditeit van de Nederlandse obligaties dan door de Commissie gemodelleerd. Het effect op de liquiditeit van staatsobligaties is *ex ante* lastig te bepalen en mede afhankelijk van aannames over omvang van het SBBS-product in relatie tot de omvang van de uitgegeven schuld van een lidstaat.

3. Nederlandse positie ten aanzien van het voorstel

a) Essentie Nederlands beleid op dit terrein

Het kabinet heeft in algemene zin zijn standpunt ten aanzien van de Economische en Monetaire Unie (EMU) uitgebreid uiteengezet in een brief aan de Eerste en Tweede Kamer (kenmerk 2017-0000222607). Op het gebied van de verwevenheid tussen banken en overheden zijn al belangrijke stappen gezet onder andere door middel van een Europees resolutiemechanisme. Het verder doorbreken van deze link tussen banken en hun overheden blijft, echter, een belangrijk speerpunt van de bankenunie en voor dit kabinet. Daarvoor is het belangrijk dat banken niet in grote mate staatsobligaties van de eigen overheid bezitten. Hoewel staatsobligaties een belangrijke rol spelen in het bancaire systeem als het gaat om liquiditeit of onderpand, dient overmatige afhankelijkheid zoveel mogelijk te worden voorkomen, omdat dit banken kwetsbaarder maakt voor waardeschommelingen zoals ook uiteengezet in de brief over risicoreductie in de Europese bankensector (Kenmerk 2018-0000051492).

b) Beoordeling + inzet ten aanzien van dit voorstel

De afgelopen jaren zijn, met de oprichting van de bankenunie, grote stappen zijn gezet om de eerdergenoemde vicieuze cirkel te verminderen. Het kabinet hecht eraan dat, als onderdeel van de vervolmaking van de bankenunie, verdere stappen worden gezet in dit verband. Een belangrijk onderdeel van het terugbrengen van de verwevenheid is het realiseren van een goede weging van de risico's verbonden aan overheidsobligaties. Hoewel het SBBS-voorstel nadrukkelijk niet voorziet in een gezamenlijke schulduitgifte (zoals bij eurobonds), is het kabinet niet overtuigd van de

noodzaak van SBBS.² Het SBBS-product kan voor het kabinet geen substituut zijn voor de noodzakelijke aanpassingen in de prudentiële behandeling van staatsobligaties. Nederland zal in de onderhandelingen over SBBS daarom ook inzetten op een betere wegging van de risico's op reguliere staatsobligaties, parallel aan de discussie over de structuur van het SBBS-product. Overigens, staat het bestaan van een SBBS-product niet aan een aanpassing van de prudentiële kaders voor staatsobligaties in de weg.

In het nu voorliggende voorstel van de Commissie wordt geen koppeling met een goede wegging van staatsobligaties op bankbalansen gemaakt. Het kabinet vindt dit een gemiste kans. In plaats daarvan worden wel twee aanpassingen gedaan om de prudentiële omgang van SBBS in te passen in het bestaande kader. Ten eerste, verbreedt het voorstel het toepassingsbereik van de nul-*risicoweging* voor staatsobligaties door eenzelfde *risicoweging* van toepassing te verklaren op een andere productcategorie namelijk *securitisaties* van staatsobligaties. Daarmee wordt de reikwijdte van de nul-*risicoweging* verbreed naar een productcategorie waarvoor deze nu niet geldt. Ten tweede, wordt zelfs voor de meest risicovolle tranche van de securitisatie ook een nul-*weging* gehanteerd. Het kabinet heeft problemen met deze benadering, omdat zij waarde hecht aan een goede beprijzing van de risico's van alle activa, dus ook de staatsobligaties, op bankbalansen. Het voorstel is daarin een stap de verkeerde kant op, omdat voor de expliciet meer risicovollere achtergestelde tranche, die verliezen voor de senior tranche zou moeten opvangen, deze nul-*risicoweging* wordt voorgesteld. Daarmee wordt het voor banken, vanwege een hogere rente, aantrekkelijk om een meer risicovolle tranche (versus de senior tranche) op de balans aan te houden.

Het Bazels comité heeft in een discussiedocument opties uitgewerkt hoe de risico's op staatsobligaties beter kunnen worden gewogen. Nederland heeft daarbij aangegeven voorstander te zijn van positieve risicogewichten voor staatsobligaties aangevuld met concentratiegewichten. Een dergelijk voorstel draagt immers structureel bij aan het doorbreken van de link tussen banken en overheden, doordat marktprikkels overheden en financiële instellingen disciplineren, het risicogewogen kapitaal moet stijgen en diversificatie toeneemt. Een SBBS daarentegen kan diversificatie stimuleren, maar leidt niet tot een betere beprijzing van risico's en geeft daarmee onvoldoende prikkel tot risicoreductie.

In deze context wijst het kabinet erop dat de werkgroep van de ESRB, die advies heeft uitgebracht over SBBS, geen consensus heeft kunnen bereiken over specifiek de relatie tussen SBBS en de prudentiële behandeling voor staatsobligaties. Sommige leden van de werkgroep waren van mening dat SBBS juist alleen kunnen worden gecreëerd als eerst de prudentiële behandeling van staatsobligaties is verbeterd, terwijl andere leden dit niet nodig achtten. Het kabinet zelf verwacht dat, als de prudentiële behandeling van staatsobligaties eenmaal goed geregeld wordt, wetgevende initiatieven als het SBBS-voorstel overbodig zouden zijn. Een betere beprijzing van risico's zal naar

² Standpunt van het Kabinet t.a.v. EMU (kenmerk 2017-0000222607EMU, reactie op de mededeling van de Cie. over de voltooiing van de bankenunie (kenmerk 2017-0000218282).

de mening van het kabinet leiden tot marktgedreven diversificatie. De ESRB heeft eerder óók gekeken naar de prudentiële behandeling van reguliere staatsobligaties, waarin zij enkele beleidsopties inventariseert om beter om te gaan met de risico's op staatsobligaties.³

Het kabinet is er niet van overtuigd dat het noodzakelijk is in te grijpen om het tweede doel van het voorstel, het vergroten van het aanbod van 'safe assets', te bereiken. Voor het kabinet staat voorop dat volledig risicovrije activa niet bestaan. Het is niettemin belangrijk dat alle landen via gedegen economisch beleid en verantwoordelijk begrotingsbeleid waarborgen dat publieke schulden zo veilig mogelijk zijn.

Naast bovengenoemde punten heeft het kabinet diverse kanttekeningen bij SBBS die technischer van aard zijn. Ook is het van belang is dat er meer duidelijkheid komt over het functioneren van SBBS of aanpassingen in de structuur en opzet van SBBS nodig zijn. Ten eerste, is onduidelijk hoe SBBS in tijden van toenemende onrust op financiële markten en twijfels over de kredietwaardigheid van individuele staatsobligaties zullen reageren. Bij een securitisatie kunnen alleen senior tranches worden uitgegeven als simultaan ook achtergestelde (junior) tranches worden uitgegeven. Bij beperktere vraag naar de achtergestelde tranches, bij een afname van de kredietwaardigheid van een lidstaat, wordt het daarom ook moeilijker nieuwe senior tranches uit te geven. Het is daarmee de vraag of SBBS een robuust product is dat in perioden van onrust op financiële markten kan blijven functioneren, omdat de vraag naar nieuwe junior tranches kan opdrogen en marktpartijen daarnaast zullen kiezen om direct te beleggen in staatsobligaties van individuele landen omdat zij daarvan preciezer de kredietrisico's kunnen inschatten dan van een bundeling van staatsobligaties van verschillende lidstaten.

Ten tweede, dient ook de vraag zich aan of de securitisatie van staatsobligaties van eurolidstaten meerwaarde biedt. Het securitiseren van activa is gebruikelijk voor activa die individueel slecht verhandelbaar zijn zoals individuele hypotheekleningen of leningen. Het securitiseren maakt deze producten verhandelbaar, waarbij de bundeling van producten voorts tot een risicospreiding kan leiden. Staatsobligaties zijn echter al zeer liquide producten die tegen lage kosten kunnen worden verhandeld. Het kabinet zal zodoende verdere verduidelijking vragen van de Commissie over het verdienmodel van aanbieders van SBBS versus directe beleggingen in staatsobligaties. De prijsstelling van een tranche van een SBBS is verder afhankelijk van de ontwikkelingen in één of meerdere lidstaten. Daarmee kan SBBS de correlaties tussen lidstaten mogelijk verder pro-cyclisch versterken, mede afhankelijk van de keuze van de trancheringsgrenzen.

Ten derde, kan SBBS - indien dit product een grote vlucht zou nemen - leiden tot een afname van de liquiditeit in de markt van staatsobligaties en tot verlies aan flexibiliteit in de uitgifte van nieuwe obligaties. Grootschalig gebruik van SBBS kan de prijsvorming en liquiditeit van de overblijvende staatsobligaties als geheel negatief beïnvloeden. Staatsobligaties die deel uitmaken van een SBBS zijn immers niet langer vrij verhandelbaar op secundaire markten. Dit zal leiden tot een lagere liquiditeit in overblijvend overheidspapier. De impact daarvan kan per lidstaat en uitgifte

³ <http://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/esrbreportregulatorytreatmentsovereignexposures032015.en.pdf>

verschillen en is vooraf lastig te kwalificeren. Een SBBS vereist verder dat, in beginsel, de schuld van alle 19 eurolidstaten in de securitisatie aanwezig is. Het samenstellen van een SBBS vraagt zodoende op termijn waarschijnlijk om coördinatie tussen de individuele agentschappen van de lidstaten zeker indien de SBBS voldoende schaal zal krijgen. Dit kan de flexibiliteit in de uitgifte van schuld aantasten.

Ten vierde is de SBBS een gestandaardiseerd financieel product dat in het leven zou worden geroepen door Europese wetgeving, omdat het anders niet economisch rendabel wordt geacht door de Commissie. Dit kan het risico met zich meebrengen dat financiële markten hier impliciete toezeggingen richting het product in lezen. Gezien de inherente risico's op staatsobligaties en de structurering van het SBBS-product is ook een SBBS-product niet risicovrij. Het is daarom beter om niet via een prudentiële voorkeursbehandeling, namelijk een risicogewicht van 0% dat bovendien afwijkt van andere securitisaties, de verwachting te wekken dat er geen sprake zou zijn van onderliggende risico's. Het kabinet zal zich er zodoende ook voor inzetten dat verder wordt verduidelijkt dat alleen private partijen een SBBS kunnen uitgeven, om het risico op impliciete toezeggingen te voorkomen.

c) Eerste inschatting van krachtenveld

Er zijn nog geen officiële posities van lidstaten bekend. Verschillende lidstaten hebben in een eerder stadium richting de Commissie bedenkingen geuit bij het voorstel. Vanuit de agentschappen, die de schuld van de lidstaten uitgeven, is gezamenlijk gesignaleerd dat SBBS potentieel een negatieve impact op de liquiditeit en het functioneren van de schuldmarkten kan hebben. Daarnaast zien een aantal lidstaten het als belangrijk dat in het SBBS-product de senior- en juniortranche van de SBBS gelijk worden behandeld zodat geen onderscheid wordt gemaakt tussen staatsobligaties van verschillende lidstaten. Nu dit punt is overgenomen in het Commissievoorstel, zullen bepaalde lidstaten het voorstel mogelijk meer positief benaderen. Een paar andere lidstaten plaatsen net als Nederland kanttekeningen bij het voorstel, omdat zij vinden dat SBBS op zichzelf niet tot risicoreductie leidt.

4. Beoordeling bevoegdheid, subsidiariteit en proportionaliteit

a) *Bevoegdheid*

De voorgestelde rechtsgrondslag is artikel 114 VWEU. De EU heeft op basis van dit artikel de bevoegdheid om maatregelen voor te stellen die de werking van de interne markt bevorderen en maatregelen voor te stellen die het integreren van financiële markten binnen de EMU bevorderen. Het kabinet kan zich vinden in de gekozen rechtsgrondslag. Op het terrein van de interne markt heeft de EU een gedeelde bevoegdheid met de lidstaten (zie artikel 4, lid 2, sub a, VWEU).

b) *Subsidiariteit*

Het kabinet beoordeelt de subsidiariteit van het Commissievoorstel als positief. Nederland ziet de gevaren van een te sterke verwevenheid tussen nationale overheden en banken voor de financiële stabiliteit in de eurozone. Om deze verwevenheid te beperken is Europees beleid noodzakelijk. Dit is ook de rationale achter de oprichting van de bankenunie. Maatregelen om deze link te

doorbreken kunnen het best op het Europees niveau worden genomen om het gelijke speelveld voor financiële instellingen in de EU en binnen de bankenunie te behouden.

c) Proportionaliteit

Het kabinet is in belangrijke mate negatief over de proportionaliteit van het voorstel. Hoewel het SBBS-voorstel nadrukkelijk minder ingrijpend is dan voorstellen die het financieringsrisico of de schuld van lidstaten mutualiseren, is het kabinet kritisch omdat zij andere instrumenten om tot risicoreductie te komen meer geschikt acht. Dat geldt in het bijzonder voor de aanpassing van de risicoweging op staatsobligaties. Daarnaast ziet het kabinet enkele praktische bezwaren in het functioneren van SBBS.

De Commissie stelt dat het noodzakelijk is in te grijpen om regelgevende barrières voor het tot stand komen van een SBBS-markt op te heffen. Dit is volgens de Commissie proportioneel omdat hiermee een gelijk speelveld tussen enerzijds securitisaties van staatsobligaties en anderzijds de onderliggende activa, de staatsobligaties zelf, wordt gewaarborgd ("regulatory neutrality") en de markt niet uit zichzelf tot stand zou komen. Het kabinet is echter van mening dat de vicieuze cirkel tussen banken en overheden juist mede ontstaat door een verkeerde prudentiële behandeling van blootstellingen van banken op overheden. Voorts is het kabinet niet overtuigd dat het noodzakelijk is het aanbod van veilige activa, met de invoering van SBBS, in de eurozone te vergroten. Het kabinet acht het primair een verantwoordelijkheid voor de lidstaten om via gedegen economisch beleid te zorgen voor gezonde overheidsfinanciën.

Het kabinet acht de aanpassing van de omgang van de risico's op staatsobligaties een meer geschikt instrument om de verwevenheden tussen banken en overheden te doorbreken en zal zich, parallel aan de onderhandelingen over het SBBS-product, ervoor blijven inzetten dat er stappen in deze richting worden gezet. De Commissie breidt de nul-*risicoweging* voor staatsobligaties met dit voorstel verder uit, zonder onderliggende risico's daadwerkelijk te adresseren. Daarnaast ziet het kabinet een risico dat het voorstel leidt tot een minder transparante en minder liquide markt in staatsobligaties.

5. Financiële implicaties, gevolgen voor regeldruk en administratieve lasten

a) Consequenties EU-begroting

ESMA heeft beperkte additionele middelen en mankracht nodig om adequaat toezicht te kunnen houden op de uitgiftes en notificatieverplichtingen van SBBS door private partijen. De aanloopkosten worden in totaal op 1,0 miljoen geraamd, waarvan 0,4 miljoen uit de Europese begroting en 0,6 miljoen via bijdragen van de nationale toezichthouders. De structurele kosten worden op jaarlijks 0,56 miljoen geraamd. De raming van de budgettaire impact is gestoeld op een inschatting van de extra mankracht bij ESMA zonder medeneming van de rol die sectorspecifieke (nationale) toezichthouders kunnen spelen binnen het SBBS-product.

Nederland is van mening dat de benodigde EU-middelen gevonden dienen te worden binnen de in de Raad afgesproken financiële kaders van de EU-begroting 2014-2020 en dat deze moeten passen

bij een prudente ontwikkeling van de jaarbegroting. De kabinetsinzet voor het volgende MFK is leidend voor een integrale afweging van middelen voor de periode na 2020; Nederland wil niet vooruitlopen op de besluitvorming over het volgende MFK.

b) Financiële consequenties (incl. personele) voor rijksoverheid en/ of decentrale overheden
Niet voorzien. Eventuele budgettaire gevolgen zullen worden op de begroting van het beleidsverantwoordelijke departement, conform de regels van de budgetdiscipline

c) Financiële consequenties (incl. personele) voor bedrijfsleven en burger
Er zijn geen financiële consequenties voor bedrijfsleven en burger.

d) Gevolgen voor regeldruk/administratieve lasten voor rijksoverheid, decentrale overheden, bedrijfsleven en burger
Er zijn geen gevolgen voor regeldruk/administratieve lasten in algemene zin. Personen die een SBBS uitgeven of hierin investeren moeten zich uiteraard aan de vereisten van de nieuwe verordening houden.

e) Gevolgen voor concurrentiekracht
Er zijn geen gevolgen voor concurrentiekracht.

6. Implicaties juridisch

a) Consequenties voor nationale en decentrale regelgeving en/of sanctionering beleid (inclusief toepassing van de lex silencio positivo)
Geen.

b) Gedelegeerde en/of uitvoeringshandelingen
Het voorstel verleent de Commissie in artikel 4, lid 5, de bevoegdheid om uitvoeringshandelingen vast te stellen door middel waarvan zij kan besluiten dat moet+ worden afgeweken van de vereiste samenstelling van de SBBS indien: a) een lidstaat in de afgelopen twaalf maanden te weinig schuld heeft uitgegeven óf b) een lidstaat in de afgelopen twaalf maanden in een macro-economisch stabilisatieprogramma heeft gezeten. De Commissie kan middels dezelfde bevoegdheidsgrondslag ook vaststellen dat de genoemde situaties niet langer van toepassing zijn. Daarnaast verleent het voorstel in artikel 6, lid 4 de bevoegdheid aan de Commissie om een uitvoeringshandeling vaststellen waarin de senior tranche wordt vastgesteld op 60% indien er sprake is van negatieve ontwikkelingen die de markt voor staatsobligaties negatief beïnvloedt. De Commissie kan middels dezelfde bevoegdheidsgrondslag ook vaststellen dat de genoemde situatie niet langer van toepassing is. Het kabinet wil nader bezien of deze flexibiliteit in de samenstelling van het product benodigd is, maar kan in beginsel instemmen met de keuze voor uitvoeringshandelingen om deze flexibiliteit te bereiken. Op het vaststellen van de uitvoeringshandelingen is voorts de onderzoeksprocedure van toepassing. De keuze voor de onderzoeksprocedure is volgens het kabinet geschikt, omdat het hier gaat om handelingen van algemene strekking (zie art. 2, lid 2, onder a van Verordening 182/2011 (de Comitologieverordening)).

c) Voorgestelde implementatietermijn (bij richtlijnen), dan wel voorgestelde datum inwerkingtreding (bij verordeningen en besluiten) met commentaar t.a.v. haalbaarheid

Inwerkingtreding geschiedt als zowel de verordening is aangenomen door de Raad (na goedkeuring Europees Parlement).

d) Wenselijkheid evaluatie-/horizonbepaling

Wanneer er voldoende beschikbaar is en niet eerder dan vijf jaar na inwerkingtreding zal de Commissie een evaluatie van de verordening uitvoeren.

7. Implicaties voor uitvoering en/of handhaving

ESMA zal toezicht houden op de uitvoering van de SBBS verordening. Indien de verordening leidt tot aanpassing van regelgeving voor financiële instellingen waar nationale toezichthouders bevoegd zijn zoals verzekeraars, pensioenfondsen of beleggingsinstellingen dan zullen zij toezicht moeten houden op het correct toepassen van de nieuwe prudentiële vereisten op het vlak van SBBS.

8. Implicaties voor ontwikkelingslanden

Er zijn geen implicaties voor ontwikkelingslanden.