

STRUCTURED FINANCE, EEN INLEIDENDE VERKENNING

Johan T. Jol, Legal Houdini Academy

Inhoudsopgave:

Inleiding

- | | |
|--|-------------------|
| 1. Begrippen apparaat structured finance | - pag 2 - |
| 2. Betrokken partijen bij structured finance en hun motieven | - pag 2, 3 en 4 - |
| 3. Voorbeelden van deals structured finance | - pag 4 en 5 - |
| 4. Gang van zaken bij een structured finance deal | - pag 5 en 6 - |
| | - pag 6, 7 en 8 - |

INLEIDING

U staat aan het begin van een reis in de (wondere) wereld van structured finance. Deze les geeft een globaal overzicht. Overigens dat is veel, in ieder geval te veel om met een grote diepgang te behandelen en zelfs te veel om een compleet overzicht te geven van alles wat er speelt. In het begin zal het jargon u wellicht duizelen. Juristen zijn echt niet de enige die met graagte gebruik maken van hun eigen geheimtaal. Bankiers kunnen dat ook, zeker als ze zich bezig houden met structured finance. In deze syllabus worden de volgende onderwerpen behandeld:

1. Begrippen apparaat structured finance;
2. Betrokken partijen bij structured finance en hun motieven;
3. Voorbeelden van deals structured finance; en
4. Gang van zaken bij een structured finance deal

1. BEGRIPPENAPPARAAT STRUCTURED FINANCE¹

Een echte zuivere definitie van structured finance bestaat niet. Bij structured finance deals vindt men doorgaans drie karakteristieke elementen terug:

- a. De activa worden samengebundeld (**Pool of Assets**);
- b. de verplichtingen die gedekt worden door de Pool of Assets worden getrancheerd (vgl. ook hierna)(**Tranching**); en
- c. het separeren van het kredietrisico van de Pool van het kredietrisico van degene die de activa georigineerd heeft (**Delinking**).

Tot structured finance worden doorgaans alle vormen van non-conventionele van financiering van ondernemingen gerekend (zulks in tegenstelling tot de conventionele vormen).

Onder conventionele financiering worden dan gerekend:

- aandelenuitgifte door onderneming zelf;
- obligatieuitgifte door onderneming zelf; en
- onderhandse lening aan de onderneming.

Het onderwerp van het onderzoek van de (on)mogelijkheden van financiering is bij structured finance niet de onderneming (ook wel: **Originator**) als zodanig maar (een bepaald gedeelte van) de activa van een onderneming. Anders gezegd, de partij die de structured finance verstrekt, heeft als object van onderzoek niet de onderneming zelf, doch bepaalde activa die geld genereren (de Pool of Assets, **Cash Flow Generating Assets, ook de Assets**).

¹ Bij de beschrijving van het begrippenapparaat wordt hierna een zogenaamde cash securitisatietransactie met een tranche structuur als uitgangspunt genomen. Veel van de begrippen gelden ook voor andersoortige deals. Er zijn ook securitisatietransacties die strikt genomen niet onder structured finance transacties te rekenen zijn, te weten die waarbij geen tranching plaatsheeft.

Voor zich spreekt dat het daarvoor noodzakelijk is dat de Assets (juridisch) gesepareerd worden van het vermogen van de Originator en wel dusdanig dat in het geval van een faillissement of surseance van betaling van de Originator deze gelden die uit de Assets afkomstig zijn, geen deel uit maken van de boedel doch ter beschikking komen van de partijen bij de structure finance deal. Daartoe zullen de Assets doorgaans verkocht en geleverd worden aan een derde, de koper (**True Sale**). De koper van deze activa is doorgaans een speciaal voor de relevante transactie opgerichte rechtspersoon (SPV, **Special Purpose Vehicle**, ook wel SPE, **Special Purpose Entity**). Het management van de SPV dient onafhankelijk te zijn van de Originator en wordt veelal gevoerd door speciaal daartoe uitgeruste trustmaatschappijen. De SPV heeft veelal zelf geen personeel in dienst. In verband met de werkzaamheden die noodzakelijk zijn met betrekking tot de Assets gaat de SPV een overeenkomst aan met een **Servicer**. De SPV dient **bankruptcy remote** te zijn. Onder bankruptcy remote wordt bedoeld dat de kans dat de SPE (onvrijwillig) failliet gaat of in surseance van betaling komt te verkeren klein moet zijn.. De SPV financiert de aankoop van de Assets door middel van de uitgifte van obligaties (**Bonds**) aan **Investors** (de investeerders in de structured finance deal). Doorgaans geeft de SPV drie tranches Bonds uit (het proces van de Tranching): **Senior Bonds**, de **Mezannine Bonds** en de **Junior Bonds**. Het verschil tussen de Bonds zit in de toenemende mate waarin de Bond het risico draagt van niet terugbetaling. De Senior Bonds worden als eerste terug betaald, vervolgens de Mezannine Bonds en daarna pas de Junior Bonds. De betalingsverplichtingen onder alle Bonds worden gedekt door zekerheidsrechten die worden verstrekt aan een **Security Trustee**. De SPV gaat soms nog andere transacties aan, bijvoorbeeld een (van rente en/of valuta) mismatch tussen de inkomsten die de SPV ontvangt uit de Assets met de verplichtingen die de SPV heeft onder de Bonds wordt opgelost door het aangaan van een derivatencontract met de **Swap Counterparty**.

Bij veel Structured Finance transacties spelen de zogenaamde **Rating Agents** een essentiële rol omdat zij aan de Bonds een Rating geven die de kredietwaardigheid van een bepaalde verplichting weergeeft. De Rating Agents stellen concrete eisen aan structured finance transacties. Door sommigen wordt de hiervoor omschreven definitie van structured finance overigens als te beperkt beschouwd. Vergelijk bijvoorbeeld Frank J. Fabozzi, Henry A. Davis en Moorad Choudhry in het fraaie inleidende werk: Introduction to Structured Finance (Wiley Finance 2006):

“We believe a good working definition for structured finance is the following: .. techniques employed whenever the requirements of the originator or owner of an asset, be they concerned with funding, liquidity, risk transfer, or other need, cannot be met by an existing, off-the-shelf product or instrument. Hence, to meet this requirement, existing products and techniques must be engineered into a tailor-made product or process. Thus, structured finance is a flexible financial engineering tool. (pag. 1)”

Voor het bepalen van de onderwerpen van deze cursus is aansluiting gezocht bij deze ruime definitie.

2. BETROKKEN PARTIJEN BIJ STRUCTURED FINANCE EN HUN MOTIEVEN

Naast de hiervoor reeds genoemde Originator, SPV, Servicer, Investors, Security Trustee, Swap Counterparty en de Rating Agents ziet men wel een **Arranger**, de partij die de deal structureert en begeleidt. De Arranger is vaak ook (tevens) de Originator. Indien de Pool van Assets gedurende de looptijd van de transactie regelmatig wijzigt (en zulks ook uitdrukkelijk bedoeld is onderdeel van de transactie te zijn) wordt er een manager van de Assets aangewezen, de **Asset Manager**. Naast de Security Trustee ziet men soms een gewone **Trustee**, de partijen die de transactie volgt en controleert of alles volgens de gemaakte afspraken verloopt. In sommige transacties is er een zogenaamde **Liquidity Provider**. Deze liquidity provider neemt het risico van niet tijdige betaling door de wederpartijen van de Assets over. Het gaat hier niet om het risico dat de wederpartijen van de Assets (uiteindelijk) niet betalen maar om het risico dat deze partijen niet dusdanig tijdig betalen dat de SPV aan haar verplichtingen onder de Bonds kan voldoen. Bij sommige transactie is er behoefte aan een **Financial Guarantor**. Deze financial guarantor neemt uitdrukkelijk wel het risico van uiteindelijke niet betaling door de wederpartijen van de Assets over omdat hij ten opzichte van de Investors de verplichtingen van de SPV garandeert.

De ultieme motivatie voor al deze partijen bij de structured finance is (vanzelfsprekend) het behalen van enig financieel voordeel. Over de motivatie van de Originator en de Investor het volgende:

De Originator kan meerdere redenen hebben voor het aangaan van een structured finance transactie. In het bijzonder een cash securitisatie kan het voordeel hebben van vermindering van financieringskosten omdat de gemiddelde financieringskosten die op de Bonds moeten worden betaald lager zijn dan de kosten die de Originator zelf moet betalen voor door haar aan te trekken financiering. Ook diversificatie van funding kan een doel zijn, het aanboren van een nieuwe bron van financiering. Voorts zullen bij cash securitisaties zullen de Assets doorgaans van de economische balans van de Originator verdwijnen en worden vervangen door cash. Dit kan leiden tot verbeterde balansverhoudingen. Indien de Originator een bank is, kan zij bij een securitisatie door de Assets (en de daarbij behorende schuld) van haar balans die zij voor regulatoire doeleinden moet aanhouden laten verdwijnen, waardoor haar regulatorisch kapitaalbeslag (dat wil zeggen het eigen vermogen dat de Originator volgende de toezichthouder moet aanhouden) wordt verminderd; bij een gelijkblijvende winst van de bank zal het rendement op het aan te houden regulatorisch kapitaal toenemen. Er kunnen fiscale motieven zijn die – mede - aan de transactie ten grondslag liggen.

De Investor heeft via een structured finance transactie een mogelijkheid te beleggen in (geografisch of soort activa) gebieden waar deze anders niet zou kunnen beleggen (althans niet zonder veel initiële investeringen te doen. Bovendien kan de Investor (door de getrancheerde structuur van de Notes) zelf kiezen hoeveel risico de Investor wenst te

lopen. Tenslotte zijn de Notes zijn meer liquide (dat wil zeggen eenvoudiger verhandelbaar) dan de Assets zelf.

3. VOORBEELDEN VAN DEALS STRUCTURED FINANCE

De generieke term voor structured finance deals waarbij er sprake is van de overdracht van Assets aan de SPV is **ABS, Asset Backed Securities**. Tot de ABS worden gerekend de cash securitisaties van hypothecaire geldleningen. Dit zijn de zogenaamde **MBS'en (Mortgage Backed Securities)**, structured finance deals waarbij de Assets hypothecaire geldleningen zijn. MBS'en zijn onder te verdelen in transacties waarbij de pool bestaat uit geldleningen die gedekt zijn door een hypotheekrecht op een onroerende zaak die geschikt is voor bewoning door een particulier (**RMBS, Residential Mortgage Backed Securities**) en transacties waarbij de pool bestaat uit geldleningen die verstrekt zijn ondernemingen en waarbij de leningen gedekt wordt door een hypotheekrecht op het pand van die ondernemingen (**CMBS, Commercial Mortgage Backed Securities**). Tot de ABS'en worden ook gerekend de cash securitisaties van consumenten leningen en de cash securitisaties waarbij de pool van assets bestaat uit leningen aan ondernemingen, de **Collateralized Debt Obligations (CDO's)**. CDO's zijn onder te verdelen in **Collateralized Bond Obligations, CBO's** waarbij de leningen gevormd worden door obligaties (bonds) en **Collateralized Loan Obligations, CLO's** waarbij de leningen bestaan uit onderhandse leningen. Tot de cash securitisaties worden ten slotte nog gerekend de **ABCP programma's**, de zogenaamde Asset Backed Commercial Paper programma's waarbij de Assets (doorgaans onderhandse leningen) gebruikt worden om korte termijn financiering te verkrijgen waarvan het de bedoeling is dat deze telkenmale na de korte termijn worden geherfinancierd.

Hiervoor is steeds gesproken over de overdracht van de Assets aan de SPV tegen betaling, de zogenaamde **Cash Securitatisaties**. Inmiddels vinden er ook vele zogenaamde **Synthetische Securitatisaties** plaats. Bij een dergelijke synthetische transactie wordt het kredietrisico met betrekking tot de Assets uitsluitend contractueel overgedragen aan de SPV zonder dat de Assets zelf worden overgedragen. Dit gebeurt door middel van een zogenaamd derivatencontract, de **Credit Default Swap**, de **CDS**. Bij een CDS koopt een partij (de **Protection Buyer**) bescherming tegen het kredietrisico op een bepaalde (Pool van) vorderingen(en) van de **Protection Seller**. Deze Protection Seller ontvangt daarvoor een bepaalde prijs (de **Premium**). Indien het kredietrisico zich manifesteert (**Credit Event**), dient de Protection Seller een bepaald bedrag (the **Settlement Amount**) aan de Protection Buyer te betalen. Bij de documentatie van de CDS wordt vrijwel altijd gebruik gemaakt van de standaard documentatie van de ISDA, de International Swaps and Derivatives Association, een internationale vereniging van financiële instellingen zie zich bezig houden met derivaattransacties, vgl. www.isda.org. Pas op: men zegt vaak dat de documentatie standaard is, doch dat is slechts tot een bepaalde hoogte zo. Zo dient bij het opstellen van de documentatie in het bijzonder goed gekeken te worden naar de omschrijving van de Credit Events en de manier waarop en waarmee de Settlement zal plaatsvinden.

Bij een Synthetische Securitatisatie treedt de SPV op als Protection Seller en de Originator als de Protection Buyer. De Originator betaalt de Premium en krijgt, indien zich een Credit Event voordoet, de Settlement Amount. Op deze wijze ligt het krediet risico van de Assets ook bij een synthetische securitatisatie bij de SPV.

Men ziet de laatste tijd ook wel **Hybride** vormen waarbij de deal gedeeltelijk bestaat uit elementen van een cash deal en gedeeltelijk uit elementen van een synthetische deals.

Onder structured finance deals worden in deze cursus ook gerekend **Syndicated Loans**. Het gaat hierbij om een vorm van financiering waarbij een aantal financiële instellingen gezamenlijk een financiering verstrekken aan een onderneming. Het lijkt minder juist deze vorm ook onder structured finance te rekenen, immers bij deze vorm van financiering is er geen sprake van Delinking en wordt voor de (on)mogelijkheden van de financiering juist wel naar de onderneming van de Originator gekeken en niet naar specifieke assets. In veel deals ziet men wel een bepaalde vorm van tranchering van de loans waarbij in de financiering als zodanig een structuur wordt aangebracht waarbij de financiering wordt onderverdeeld in een Senior stuk en een Mezzanine stuk. Om die reden is ook deze financieringsvorm meegenomen in de cursus.

Onder structured finance worden ook gerekend **Structured Notes** en **Project Finance**. Deze vormen vallen onder de ruime definitie van Fabozzi c.s. Bij Structured Notes gaat het om een combinatie van een gewoon schuldelement (gewone obligatie) gecombineerd met een derivaat. Dit derivaat zorgt ervoor dat de aflossing en/of van de rente van de obligatie gekoppeld wordt aan de rente-ontwikkeling of de ontwikkeling van een bepaalde andere benchmark. Zo bestaan er structured notes waarbij de rente (en/of terugbetaling van de hoofdsom) afhankelijk is van de performance van en bepaalde aandelenindex. Bij Project Financiering is het onderwerp (van het onderzoek naar de haalbaarheid) van de financiering niet de Originator (in project financiering aangeduid als de Sponsor) (zoals bij gewone financiering) maar een bepaald project. Voorbeelden hiervan zijn: de project financiering van tolwegen, van energiecentrales en pijpleidingen.

4. GANG VAN ZAKEN BIJ EEN STRUCTURED FINANCE DEAL

De volgende fases kunnen onderscheiden worden in het proces om te komen tot een structured finance deal (indien deze tevens de uitgifte van Bonds met zich meebrengt).

Deze fases lopen overigens vaak door elkaar heen in tijdsvolgorde

- a. Feasibility Study
- b. Appointment of parties
- c. Data Analysis and Due Diligence
- d. Financial Modelling and Structuring
- e. Documentation
- f. Rating Process

- g. Marketing, Pre Launch
- h. Launch, Signing and Closing

a. Feasibility Study

Kort gezegd gaat het hier om de vraag of de deal als zodanig mogelijk is.. Voor juristen in deze fase is met name van belang te bezien of de voorgenomen transactie vanuit een juridisch perspectief wel kan. Zo zal (bij een cash securitisatie) moeten worden bezien of de Assets

wel overdraagbaar zijn (en wat het gevolg is van deze overdracht). Bij Assets die door zekerheden worden gedekt speelt hier in het bijzonder de aard van de zekerheid die door de debiteur van de Asset is verstrekt (vaste hypotheek, krediethypotheek of bankhypotheek). In deze fase wordt ook een analyse gemaakt van de kosten. Verder wordt bekeken in hoeverre de informatie met betrekking tot de Assets die de Originator kan aanleveren, voldoende is. Het (in theorie beschikbare) historisch inzicht in de performance van de pool van de Vorderingen is hier van belang.

b. Appointment of parties

De investmenk bank die de structured finance deal structureert, krijgt vaak het mandaat voor de transactie nadat uit de feasibility studie blijkt dat een deal mogelijk is.

c. Data Analysis en Due Diligence

In deze fase wordt een meer grondige analyse gemaakt van de Assets. In deze fase moet blijken of het in theorie beschikbare historisch inzicht ook daadwerkelijk aanwezig is. Verder worden de Originator, de Servicer en de Assets aan een due diligence onderworpen. Voor de Assets wordt in het bijzonder gekeken of de zogenaamde underwriting policies ook daadwerkelijk zijn nageleefd. In deze fase wordt de definitieve Pool bepaald.

d. Financial Modelling and Structuring

In deze fase wordt bezien hoe de Notes moeten worden gestructureerd op basis van de verwachte cash flow van de Assets. Vervolgens worden op de voorgenomen structuur stres tests losgelaten. In deze test worden wijzigen aangebracht in het cash flow model (zoveel debiteuren betalen niet of te laat, de executiewaarde blijkt zoveel lager te zijn, de rente bij renteherziening is zoveel % lager dan verwacht) en wordt bezien of nog steeds aan de verplichtingen onder de Notes kan worden voldaan.

e. Documentation

Deze door juristen beheerste fase betreft het op juiste wijze documenteren van de deal.

f. Rating Process

De rating agents worden geïnformeerd over al het voorgane (vaak al tijdens de fase). Zij doen vaak hun eigen stress test en bepalen – mede – de deal. De rating agency zal de verschillende risico's die de transactie loopt grondig bekijken en kent aan de Notes een bepaalde rating toe waarin wordt uitgedrukt hoe goed volgens de rating agency de

mogelijkheden zijn dat de Notes worden terugbetaald. De hoogste rating die kan worden gegeven is de AAA (Triple A) rating. Om deze rating te krijgen is het noodzakelijk om aan de rating agency aan te tonen dat de SPV normaal gesproken te allen tijde in staat zal zijn volledig en op tijd aan zijn betalingsverplichtingen onder de Notes 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.

g. Marketing en Pre Launch

In deze fase wordt gezien welke investeerder geïnteresseerd zijn in de Notes. De investment bank peilt in de road show wat de interesse is voor de Notes bij de beleggers.

h. Launch, Signing and Closing

De launch is de datum waarop de definitieve prijs van de Notes (inclusief marge) wordt vastgesteld. De signing is de datum waarop de documentatie wordt getekend. Dit is de datum waarop alle relevante documentatie definitief wordt (behoudens sommige zekerheidsdocumenten die op Closing worden getekend). De Closing is de datum waarop het geld gaat stromen. De Notes worden daadwerkelijk uitgegeven en de voor de Notes verschuldigde bedragen worden voldaan.