



Rabobank

Schaduwbankieren meer in het licht

Schaduwbankieren staat dit jaar hoog op de agenda van onder andere de Financial Stability Board (FSB) en de Europese Commissie (EC). Tijdens de kredietcrisis manifesteerden de risico's van het schaduwbanksysteem zich en werd duidelijk dat dit deel van het financiële systeem meer aandacht behoeft. Wat houdt schaduwbankieren in en hoe gaan regelgevers en toezichthouders om met de risico's?

Wat is schaduwbankieren?

De FSB (2011a) definieert *schaduwbankieren* als het systeem van kredietintermediatie waar- bij verschillende entiteiten en activiteiten van buiten het reguliere banksysteem betrokken zijn. Zij verschaffen krediet -direct of als onderdeel van een 'ketting'- of faciliteren het proces van kredietintermediatie. Financierings- maatschappijen, *special purpose* vehikels (SPV's), hedgefondsen, zakenbanken, geld- marktfondsen maar ook financieringsvormen zoals *crowd funding* en kredietverschaffende thuiswinkels en warenhuizen behoren volgens deze brede definitie tot het schaduwbanksys- teem. Vanwege de focus op kredietintermedia- tie rekent de FSB ook de handel in kredietge- relateerde financiële instrumenten zoals (krediet)derivaten, obligaties en gestructureerde financiële producten er toe. Handel in aandelen en valutatransacties door entiteiten buiten het reguliere banksysteem valt buiten de definitie, tenzij het onderdeel vormt van de kredietinter- mediatieketting. De term schaduwbankieren is afgeleid van de omgeving waarin het plaats- vindt. Dat is er een met weinig tot geen regu- lering of toezicht ('in de schaduw').¹

Opgeknijpte kredietintermediatie

Bij banken vindt kredietintermediatie traditio-

neel plaats onder één dak: de bank trekt spaargelden, deposito's en eventueel andere funding aan en verstrekt tegelijkertijd krediet. Daarbij vindt onder meer transformatie van looptijd en liquiditeit plaats: kortlopende, li- quide spaargelden worden omgezet in langlo- pende, minder liquide leningen. Binnen het schaduwbanksysteem kan dit proces ook plaatsvinden binnen één entiteit maar vaker wordt het proces opgeknipt en uitgevoerd door een aaneenschakeling van schaduwbanken en -activiteiten (Pozsar et al., 2010). Hierbij spe- len securitisatie² en kortlopende (gedekte) geldmarktfinanciering³ -in plaats van spaar- gelden- een belangrijke rol (zie box). Ook ban- ken kunnen onderdeel vormen van een kre- dietintermediatieketting, bijvoorbeeld wanneer zij een deel van de leningportefeuille securiti- sieren.

Kredietintermediatiekettingen: een voorbeeld

Een voorbeeld illustreert het beste hoe ver- schillende schakels binnen het schaduwbank- systeem ervoor zorgen dat er krediet wordt verstrekt. Een financieringsmaatschappij die leningen verstrekt financiert deze door ze te verkopen aan een SPV. Die bundelt en knipt de leningen op en vormt ze om tot verhandelbare obligaties (*securitisatie*). Andere schaduwbank- entiteiten, zoals *special investment vehicles* (SIV's), zakenbanken en hedgefondsen inves- teren in deze verhandelbare obligaties. Dat doen zij met kortetermijnmiddelen die zij aantrekken door de uitgifte van geld- marktinstrumenten zoals (*Asset Backed*) *Commercial Paper* (ABCP) en *repo's*. Weer andere schaduwbankentiteiten zoals geld- marktfondsen beleggen in deze instrumenten.

¹ Delen van het schaduwbanksysteem worden overi- gens wel degelijk gereguleerd. Een voorbeeld is het scherpe toezicht op gestandaardiseerde derivaten die op beurzen worden verhandeld. De regulering van en het toezicht op het schaduwbanksysteem is wel veel gefragmenteerder dan bij banken.

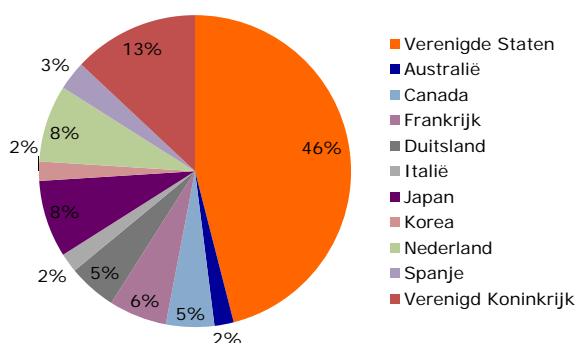
² Securitatie is het bundelen, herverpakken en doorverkopen van pakketten van leningen.

³ Voorbeelden zijn (*Asset Backed*) *Commercial paper*, *repurchase agreements* (*repo's*) en financiering aangetrokken van geldmarktfondsen.

Hoe groot is het schaduwbanksysteem?

Een exacte meting van het schaduwbanksysteem is erg lastig. Sommige delen van het schaduwbanksysteem zijn niet zichtbaar, de beschikbare data zijn niet geheel toereikend en ook staat het schaduwbanksysteem -zoals hierna zal worden uitgelegd- niet los van het reguliere banksysteem. Ondanks deze beperkingen schat de FSB (2011b) dat de activa van het schaduwbanksysteem in 2010 zo'n 46 biljoen euro bedroegen, terwijl dit in 2002 nog 21 biljoen euro was.⁴ Daarmee maakt schaduwbankieren gemiddeld 25% tot 30% van het totale financiële systeem uit en heeft het een omvang die gelijk is aan de helft van alle bankactiva. Er bestaan verder grote verschillen tussen landen voor wat betreft het aandeel in schaduwbankieren (zie figuur 1).

Figuur 1: Aandeel in mondiaal schaduwbankieren



Bron: FSB (2011b)

De Verenigde Staten hebben veruit het grootste schaduwbanksysteem, gevolgd door het Verenigd Koninkrijk. Van de overige landen 'scoort' Nederland met 8% relatief hoog. Dit wordt verklaard door het relatief grote belang van securitisatie voor de kredietverlening door Nederlandse banken. Vanwege de beperkte omvang van de Nederlandse spaarmarkt is dat een belangrijke financieringsbron naast spaargelden en deposito's en andere vormen van marktfinanciering (zie Smolders, 2011).

⁴ De FSB (2011) heeft de totale activa van 'Overige financiële instellingen' in Australië, Canada, Japan, Korea, UK, US en de eurozone genomen als proxy voor kredietintermediatie door niet-banken.

Wat zijn de risico's?

'Schaduwbanken' zijn geen banken maar kunnen wel dezelfde risico's creëren als banken, zonder daarbij aan dezelfde (toezicht)regels te voldoen. In aanloop naar en tijdens de kredietcrisis (2007-2008) zijn deze risico's zeer duidelijk naar voren gekomen.

Een daarvan is de *kwetsbaarheid voor bankachtige 'runs'*. Schaduwbanken financieren hun vaak langlopende investeringen voornamelijk met kortlopende middelen (geldmarktfinanciering). Daardoor moeten zij regelmatig terug naar de markt voor herfinanciering en lopen zij net als banken herfinancierings- of liquiditeitsrisico. Een belangrijk verschil is echter dat banken onder liquiditeitstoezicht staan en schaduwbanken (vaak) niet. Schaduwbanken kunnen daardoor in sterkere mate langlopende bezittingen financieren met kortlopende middelen. Op die manier profiteren zij van de normale situatie waarin de korte rente lager is dan de lange rente, maar het herfinancieringsrisico neemt toe. Een ander belangrijk verschil met banken is dat voor schaduwbanken geen (officieel) 'vangnet' bestaat. Bij banken wordt het risico op een *run* door spaarders nog enigszins beperkt door depositogarantiestelsels⁵ en bij liquiditeitsproblemen kunnen zij rekenen op faciliteiten en de *lender of last resort*-functie van de Centrale Bank. Die faciliteiten worden banken echter enkel geboden tegen de verplichting zich te onderwerpen aan een streng toezichtsregime.

De kredietcrisis begon met een dergelijke run op het schaduwbanksysteem. Door het verlies van vertrouwen in gesecuritiseerde Amerikaanse *subprime* hypotheken konden veel SPV's en ook andere schaduwbanken (zoals financieringsmaatschappijen) zich niet meer (her)financieren met de uitgifte van ABCP. De 'run' kon pas worden gestabiliseerd nadat de Amerikaanse Federal Reserve een aantal officiële

⁵ Overigens blijkt uit onderzoek dat de aanwezigheid van een uitgebreid DGS per saldo de financiële stabiliteit vermindert. Zie Barth et al. (2004).

liquiditeitsfaciliteiten en kredietgaranties had verstrekt (zie Pozsar et al., 2010).

Een tweede risico van het schaduwbankstelsel is dat *problemen, via de verwevenheid met de rest van het financiële systeem, kunnen overslaan naar andere financiële instellingen*. Dit heet *systeemrisico*. Tijdens de kredietcrisis kwam dit tot uiting doordat banken werden aangesproken op de liquiditeits- en kredietgaranties die ze hadden verstrekt aan SPV's. Ook voelden ze zich, onder meer vanwege mogelijk reputatierisico, soms geroepen om delen van de gesecuritiseerde portefeuille terug te nemen op de bankbalans. De toenemende vraag naar liquiditeit om aan dergelijke verplichtingen te kunnen voldoen, in combinatie met een afnemend aanbod vanwege het verdampen van het onderlinge vertrouwen tussen banken, leidde tot het dichtvallen van de interbancaire geldmarkt. Centrale Banken waren hierdoor genooddaakt fors in te grijpen (zie Bruinshoofd, 2008).

Hoge, vaak ongereguleerde en onzichtbare schuldopbouw (leverage) is een derde risico van het schaduwbankstelsel. Bij hoge schuldopbouw zijn er weinig kapitaalbuffers om verliezen op te vangen. Omdat schaduwbanken relaties hebben met andere financiële instellingen, maakt dit het gehele financiële systeem kwetsbaarder. De FSB (2011a) stelt dat het schaduwbankstelsel bovendien economische cycli kan versterken. Financiering op basis van zekerheden is de 'motor' van het schaduwbankstelsel en bepaalt dus voor een groot deel hoeveel kredietintermediatie er binnen het systeem plaatsvindt. In goede economische tijden zijn onderpandswaarden hoog waardoor er meer krediet wordt verleend. Wanneer in slechtere economische tijden -zoals tijdens de kredietcrisis- het vertrouwen verloren gaat, kunnen onderpandswaarden, en dus de hoeveelheid kredietverlening, echter sterk dalen. Maar dit speelt ook in het reguliere bankwezen, waar eveneens op basis van zekerheden wordt gefinancierd.

Het schaduwbankstelsel creëert ten slotte *mogelijkheden voor (toezichts)arbitrage*. Omdat schaduwbanken minder gereguleerd worden dan banken, hebben zij een competitief voordeel en is er dus sprake van een ongelijk speelveld. Hierdoor kan het schaduwbankstelsel groeien ten koste van het gereguleerde bankstelsel (arbitrage). Daarnaast kunnen banken schaduwbankentiteiten of -activiteiten gebruiken om regulering, bijvoorbeeld kapitaal- en liquiditeitseisen, te ontlopen of te verlagen (toezichtsarbitrage). Zowel arbitrage als toezichtsarbitrage heeft tot gevolg dat er buiten het blikveld van toezichthouders meer schulden en risico's worden opgebouwd in het financiële systeem dan wenselijk is.

Is schaduwbankieren dan slecht?

Een onterecht denkbeeld is dat alle schaduwbankactiviteiten per definitie slecht zijn en daarom volledig moeten worden uitgebannen. Een belangrijk en substantieel deel van het schaduwbankstelsel draagt bij aan economische groei. Voor bedrijven vormt het schaduwbankstelsel een alternatieve bron van financiering en liquiditeit. In de Verenigde Staten wordt bijvoorbeeld evenveel krediet verleend door het schaduwbankstelsel als door reguliere banken (Pozsar et al., 2010). Ook biedt het schaduwbankstelsel economische meerwaarde omdat het een deel van de kredietverlening door banken mogelijk maakt. Door securitisatie kunnen banken ruimte creëren voor nieuwe kredietverlening of meer krediet verstrekken dan op basis van beschikbare deposito's mogelijk is (zoals in Nederland). Verder verschaffen schaduwbankentiteiten zoals geldmarktfondsen kortetermijnfinanciering aan banken. Voor regelgevers is het dan ook de uitdaging om de (systeem)risico's van het schaduwbankstelsel te beheersen, zonder de voordelen ervan voor de reële economie (te veel) te verliezen.

Welke maatregelen nemen regelgevers en toezichthouders nu?

Vlak na de kredietcrisis hebben regelgevers

in de EU al een aantal maatregelen genomen om de risico's van het schaduwbanksysteem beter te beheersen. Zo is de directe regulering van enkele schaduwbankactiviteiten (bijvoorbeeld investeringsbedrijven en –fondsen) toegevoegd (zie EC, 2012). Ook de indirecte regulering is uitgebreid en versterkt. Banken moeten bijvoorbeeld een deel van de gesecuritiseerde leningportefeuille voortaan op de eigen balans houden en kapitaal reserveren voor liquiditeits- en kredietgaranties aan SPV's (CRD II). De kapitaal- en rapportagevereisten voor investeringen in complexe resecuritisaties zijn ook toegevoegd (CRD III) en de implementatie van CRD IV ('Basel 3') zal het weerstandsvermogen van banken verder versterken. Dit waren echter allemaal losstaande maatregelen. Een volledig en gedetailleerd beeld van het schaduwbanksysteem -de risico's en hoe deze te reguleren- ontbrak tot nu toe steeds. De FSB, die op internationaal niveau het werk van financiële regelgevers coördineert, deed op verzoek van de G20 een eerste poging (FSB, 2011a,b). Dit adviesorgaan kwam eind vorig jaar met enkele aanbevelingen en stelde dat regelgevers hun focus moeten vernauwen tot dat deel van het schaduwbanksysteem dat tot systeemrisico en/of toezichtsarbitrage leidt. Ook richtte de FSB vijf werkgroepen op waarin de grote jurisdicties die regelgeving overwegen (EU, VS, China, Japan) zijn vertegenwoordigd. Deze werkgroepen bestuderen op dit moment vijf deelgebieden⁶ en komen in de tweede helft van 2012 met reguleringsvoorstellen. Los hiervan werkt de Europese Unie ook op eigen initiatief aan wetgevingsvoorstellen, die naar verwachting na de herfst worden gepresenteerd (zie EC, 2012). In een volgend Themabericht zullen we de reguleringsvoorstellen belichten.

Tot besluit

De kredietcrisis was de directe aanleiding voor de plannen om het schaduwbanksysteem

⁶ De interactie van banken met schaduwbankactiviteiten, geldmarktfondsen, andere schaduwbankactiviteiten, securitisatie en securities lending en repo's.

strenger te reguleren. Het belang van actie is verder toegenomen doordat de regulering van banken is aangescherpt. Hierdoor zijn de (arbitrage)mogelijkheden voor schaduwbankieren namelijk vergroot en zullen meer activiteiten vanuit het reguliere banksysteem verschuiven naar het schaduwbanksysteem (zie FSB, 2011b). Regulering van het schaduwbanksysteem is echter geen gemakkelijke opgave. Allereerst is het identificeren en monitoren van risico's die optreden in het schaduwbanksysteem al zeer uitdagend, aangezien schaduwbankieren per definitie optreedt in de luwte van het toezicht. Het schaduwbanksysteem zit ook complex in elkaar: kredietintermediatie is verdeeld over meer schakels die bovendien sterk zijn verweven met het reguliere banksysteem. Regulering van het schaduwbanksysteem moet daarom geïntegreerd plaatsvinden. Daarbij is het ook belangrijk om te realiseren dat wanneer een deel van het financiële systeem strenger wordt gereguleerd, een groter deel van de activiteiten gaat plaatsvinden in andere niet- of minder gereguleerde delen. Overregulering van het schaduwbanksysteem zal om die reden onproductief blijken te zijn.

april 2012

Nicole Smolders (06 - 12993065)

N.M.P.Smolders@rn.rabobank.nl

www.rabobank.com/economie

Bronnen

Barth, J.R., G. Caprio Jr. & R. Levine (2004), Bank regulation and supervision: what works best?, *Journal of Financial Intermediation*, 13 (2), 205-248.
 Bruinshoofd, A. (2008), *De subprime kredietcrisis*, Rabobank, april.
 European Commission (2012), *Green paper Shadow banking*, Brussel, 19 maart.
 FSB (2011a), *Shadow banking: Scoping the Issues*, 12 April.
 FSB (2011b), *Shadow banking: Strengthening Oversight and regulation*, 27 oktober.
 Pozsar, Z., T. Adrian, A. Ashcraft en H. Boesky (2010), *Shadow Banking*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 458, juli.
 Smolders (2011), *Strijd op de Spaarmarkt*, Themabericht 2011/08, Rabobank, maart.