



Rabobank

## Heeft financiële innovatie nog toekomst?

*De stormachtige toename van de securitisatie van leningen heeft in de afgelopen jaren niet alleen bijgedragen aan een efficiënter financieel stelsel, maar heeft ook de economische activiteit gestimuleerd via extra kredietverlening. De problemen op de Amerikaanse huizenmarkt hebben echter de tekortkomingen van deze belangrijke financiële innovatie aangetoond. Heeft de huidige kredietcrisis een einde van deze financiële innovatie ingeluid of is het 'slechts' een kwestie van een aantal aanpassingen waarmee de securitisatie van leningen weer gezond kan worden gemaakt?*

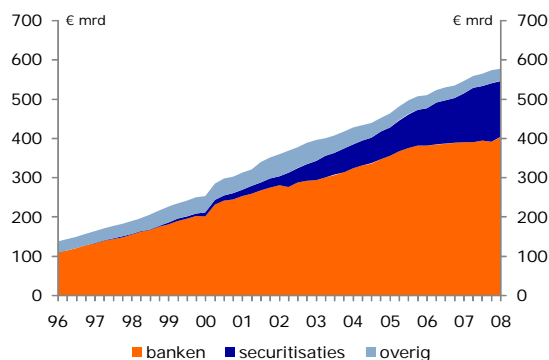
### Securitisatie: van zegen...

Het klassieke bankmodel, waarbij banken de verstrekte kredieten gedurende de looptijd op de balans houden, heeft in de afgelopen decennia geleidelijk terrein verloren aan het zogeheten *originate-to-distribute* model.<sup>1</sup> In dit model worden verstrekte kredieten herverpakt en overgedragen aan beleggers. Het is voor banken aantrekkelijk om het kredietrisico af te dekken met derivaten of over te dragen via securitisatie omdat ze hierdoor minder kapitaal hoeven aan te houden tegenover hun aange-gane verplichtingen. Dit creëert ruimte voor andere winstgevendende activiteiten, zoals nieuwe kredietverlening. Bovendien verlaagt de kredietrisico-overdracht de minimum kapitaaleis die de toezichthouder aan banken oplegt, waardoor de marginale kosten van de krediet-verstrekking kunnen dalen. Dit kan vervolgens tot lagere bancaire rentetarieven leiden. Daarnaast gebruiken vooral kleine banken, die beperkt toegang hebben tot andere financierings-bronnen, securitisatie om financiering aan te trekken.

Behalve voor individuele banken kan de overdracht van kredietrisico ook voordelen hebben

voor het gehele financiële stelsel. Concentratie van risico binnen één instelling wordt vermindert door spreiding over diverse marktpartijen. Dit bevordert ook de stabiliteit en efficiëntie van het financiële systeem. Beleggers op hun beurt zien meer diversificatiemogelijkheden ontstaan, vooral in het lange segment van de kredietmarkt, als gevolg van de securitisatie van de woninghypotheken. Grofweg een derde van de Nederlandse hypotheekschuld is gesecuritiseerd (figuur 1). Ter vergelijking, in de Verenigde Staten is ongeveer de helft van de verstrekte hypotheek gesecuritiseerd.

**Figuur 1: Financiering van de Nederlandse hypotheekschuld**



Bron: DNB

De kredietcrisis heeft pijnlijk duidelijk gemaakt dat securitisatie niet alleen voordelen biedt. Hoe werkt dit proces nu precies? Bij een securi verplaatst de bank de gebundelde kredieten naar een speciaal daarvoor opgerichte instelling (*special purpose vehicle*) die op haar beurt schuld papier (*asset backed securities*) uitgeeft, dat gedekt wordt door de kredieten. Illiquide vorderingen, zoals hypotheek, worden op deze manier gebundeld en als verhandelbare effecten doorverkocht aan de beleggers in *asset backed securities*.

Naast securitisatie gebruiken banken krediet-derivaten, zoals *credit default swaps*, om het

<sup>1</sup> Voor een uitgebreide beschrijving van dit model zie: A. Purnanandam, 'Originate-to-distribute model and the subprime mortgage crisis', april 2009

kredietrisico af te dekken, terwijl de kredieten zelf op de balans blijven staan. Door het aankopen van een *credit default swap* draagt een bank het risico op wanbetaling over aan een andere partij, tegen betaling van een premie. De obligatieverzekeraars stonden garant voor het risico op wanbetaling. Met kredietderivaten dekken banken vooral de risico's van bedrijfsleningen. Wereldwijd bedroeg medio 2008 de waarde van de uitstaande *credit default swaps* iets meer dan 54.000 miljard dollar.

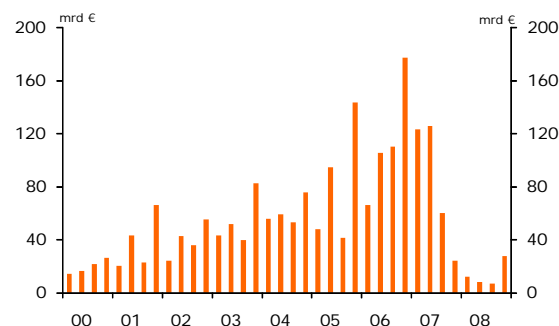
### ...tot vloek: wat ging er mis?

De hele economie profiteert van de betere risicospreiding als gevolg van overdracht van kredietrisico, op voorwaarde dat het tegen de juiste prijs wordt overgedragen aan marktpartijen die het risico kunnen dragen. Inmiddels is aangetoond dat dit in veel gevallen niet gelukt is. Waar securitisatie groot is geworden doordat banken het kapitaalbeslag konden verminderen op hun kredietportefeuille, is het vrijgekomen kapitaal vervolgens gebruikt om agressiever de markt voor kredieten in te kunnen gaan zonder daarbij zelf risico te lopen. Omdat banken en andere kredietverstrekkers wisten dat het kredietrisico kon worden overgedragen, hebben vele van hen in veel gevallen (risicovolle) leningen achteraf beschouwd te makkelijk verstrekt. Een bekend voorbeeld is de Amerikaanse subprime hypotheekmarkt, die in rap tempo in omvang is toegenomen dankzij de mogelijkheid van kredietrisico-overdracht. Dit werd gefaciliteerd door de grote vraag naar kredietproducten van beleggers die massaal op zoek waren naar rendement en hierbij maar weinig oog hadden voor de risico's. De speurtocht naar extra rendement werd in de afgelopen jaren gevoed door een combinatie van het lage niveau van de kapitaalmarktrente, ruime beschikbaarheid van liquiditeit en hoge risicotolerantie van beleggers. De bereidheid om risico te nemen omwille van rendement nam toe. Bovendien waren de risico's voor veel beleggers niet duidelijk omdat kredietproducten erg complex waren en daardoor weinig transparant. De

kredietrisico-overdracht heeft er ook toe geleid dat banken afhankelijker zijn geworden van liquide markten om leningen te kunnen verhandelen.<sup>2</sup> Hierdoor zijn zij kwetsbaarder geworden voor een omslag in de marktomstandigheden en toenemende risico-aversie bij beleggers. De gevolgen hiervan zijn tijdens de huidige turbulentie pijnlijk duidelijk geworden.

Achteraf is gebleken dat de risico's aanzienlijk groter waren dan eerder werd aangenomen. Ook zijn risico's overgedragen aan verschillende marktpartijen die niet staat waren om deze te dragen. Het vertrouwen van financiële markten in de kwaliteit van de aangeboden kredietproducten is hierdoor verdampt, waardoor de vraag naar deze producten wegviel. Het is voor banken moeilijker geworden om verstrekte leningen om te zetten in waardepapieren en door te verkopen aan beleggers.

Figuur 2: Europese securitisatiemarkt



Bron: European Securitisation Forum

In 2008 hebben Europese financiële marktpartijen voor een bedrag van €55 miljard leningen gesecuritiseerd, fors lager dan de

<sup>2</sup> De financieringsrol van spaargeld en deposito's neemt de laatste jaren af: steeds minder krediet wordt gefinancierd met deposito's en spaargeld. Hierdoor zijn banken steeds meer afhankelijk geworden van de marktfinanciering via bijvoorbeeld obligatie-uitgifte en securitisatie van kredieten. Marktfinanciering biedt banken de mogelijkheid om hun financieringsstructuur aan te passen aan hun activiteiten, maar kan er ook voor zorgen dat banken in een tijd van illiquide markten onvoldoende middelen kunnen aantrekken ter financiering van hun activiteiten (bron: DNB/Kwartalbericht december 2007).

€333 miljard in 2007 (figuur 2). In de ECB enquête uit april van dit jaar geeft circa 80% van Europese banken aan dat de toegang tot de securitisatiemarkt in het eerste kwartaal van dit jaar nog steeds beperkt was.

De veronderstelling dat de risico's daadwerkelijk van de bankbalansen verdwenen waren, bleek in veel gevallen ook onjuist te zijn. Via toegezegde kredietlijnen (die voor de toezichthouder niet zichtbaar waren), maar ook om reputatieredenen voelden banken zich gedwongen om hun eigen in de problemen geraakte speciale beleggingsvehikels te hulp te schieten. Met het opdrogen van de markt voor complexe kredietproducten werd het bovendien moeilijk om het juiste prijskaartje aan deze producten te hangen. Dit alles leidde tot gedwongen balansverlenging omdat kredietrisico's niet langer overgedragen konden worden en eerder verkochte kredietproducten weer terug op de bankbalans moesten worden genomen. Hierdoor verslechterde de solvabiliteitspositie van banken fors. Ook leidde dit tot acute liquiditeitsproblemen bij het bankwezen en forse afschrijvingen, die wereldwijd inmiddels meer dan €1.000 miljard bedragen.

Wegens gebrek aan vraag door andere marktpartijen kopen banken de gesecuritiseerde leningen veelal zelf op en bieden die vervolgens deels aan als onderpand bij de centrale bank in ruil voor liquide middelen.<sup>3</sup> Doel is om deze weer te verkopen als de marktomstandigheden verbeteren. Als gevolg van de beperkte securitisatiemogelijkheden in combinatie met oplopende kapitaaleisen van de markt laat het bufferkapitaal van banken minder ruimte over voor nieuwe kredietverstrekking.<sup>4</sup>

### De toekomst van financiële innovatie

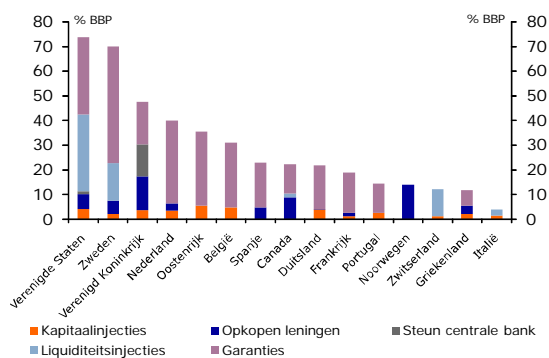
Hoewel securitatie heeft bijgedragen aan de huidige crisis, mogen we niet vergeten dat het

<sup>3</sup> Centrale banken hebben de lijst met beleenbaar onderpand tijdelijk verruimd om het financiële systeem van voldoende liquiditeit te kunnen voorzien.

<sup>4</sup> Voor meer informatie zie: KEO, 'De financiële crisis: hoe de economie wordt meegezogen', april 2009.

ook een belangrijk ingrediënt was voor de welvaartsgroei in de afgelopen jaren. Via securitatie kunnen banken beter hun financiële risico's spreiden, waardoor meer krediet beschikbaar is. Hiervan profiteert het bedrijfsleven, dat rendabele investeringen makkelijker kan financieren, die innovatie en daarmee economische groei kunnen stimuleren. Daarom moeten we er voor waken niet het kind met het badwater weg te gooien, maar we moeten wel de lessen leren die het verleden nu aanreikt. Om ook in de toekomst te profiteren van securitatie zijn eenvoudigere kredietproducten, meer transparantie en beter liquiditeitsrisicobeheer noodzakelijk. Maar allereerst moet het financiële systeem schoon schip maken. Inmiddels zijn forse verliezen genomen en wordt de problematiek van de zogenaamde besmette activa op de bankbalans aangepakt. Zo hebben autoriteiten in verschillende landen naast het verlenen van kapitaalsteun ook garanties afgegeven voor de risico's van besmette kredietportefeuilles en leningen opgekocht. De steunacties van de ECB zijn niet opgenomen omdat die ingrepen niet aan afzonderlijke lidstaten kunnen worden toebedeeld (figuur 3).

Figuur 3: Wereldwijd grijpen overheden in



Bron: IMF, CPB

Om het vertrouwen van marktpartijen terug te winnen moet meer aandacht komen voor de transparantie en eenvoud van kredietproducten. Omdat verstrekte kredieten werden verpakt in ingewikkelde en ondoorzichtige producten was het voor beleggers lastig om kredietrisico's goed te begrijpen. Zij leunden voor-

al op het oordeel van kredietbeoordelaars, die achteraf gezien kredietrisico's flink onderschat hadden. Ratings beperkten zich veelal tot een oordeel over de kredietwaardigheid van de onderliggende activa en lieten het markt- en liquiditeitsrisico buiten beschouwing. Ze zijn dan ook geen adequaat substituuat voor een eigen risicobeoordeling. Een duidelijke communicatie over de betekenis en beperkingen van ratings, maar ook gestandaardiseerde en betrouwbare informatie over de risico's van kredietproducten kan beleggers meer hulp bieden bij het maken van hun beleggingsbeslissingen. Inmiddels is duidelijk geworden dat beleggers hogere risicopremies eisen voor minder transparante en complexe financiële producten.

Daarnaast heeft de huidige crisis laten zien dat liquiditeit snel kan opdrogen en markten vrij lang illiquide kunnen blijven. Goed liquiditeitsrisicobeheer is daarom van groot belang. Wereldwijd zijn vele banken in acute liquiditeitsproblemen terecht gekomen omdat ze onvoldoende rekening hebben gehouden met de verplichtingen die zich buiten de balans bevonden. Bazel II brengt hierin verandering door specifieke kapitaaleisen te stellen voor *off balance sheet* activiteiten van banken. Zo bevat Bazel II kapitaaleisen voor liquiditeitstoezeggingen aan speciale beleggingsvehikels en schuld papier dat banken van deze vehikels kopen. De kapitaaleisen zijn afhankelijk van de voorwaarden die gelden voor liquiditeitstoezeggingen en de kwaliteit van het door banken gekochte schuld papier.<sup>5</sup>

Ook hebben Europese toezichthouders onlangs strengere eisen opgesteld voor het beheersen en beoordelen van liquiditeitsrisico. Zo moeten Europese banken voortaan als bescherming tegen liquiditeitscrises een buffer van zeer

liquide activa aanhouden. Om in te schatten hoe groot de buffer moet zijn, moet de bank rekening houden met contractuele en niet-contractuele verplichtingen in alle relevante valuta, *off balance sheet* verplichtingen en (verhoogde) opvraging van tegoeden.<sup>6</sup> De Nederlandse liquiditeitsregelgeving voorzag al in een dergelijke eis. Andere belangrijke elementen van goed liquiditeitsrisicobeheer zijn de verplichting om regelmatig risicoanalyses met realistische stress-scenario's uit te voeren en diversificatie van financieringsbronnen. Een beter liquiditeitsrisicobeheer zal in beginsel door de financiële sector zelf moeten worden bevorderd, ondersteund door maatregelen van toezichthouders, die meer inzicht moeten bieden in risico's van complexe producten en *off balance sheet* activiteiten.

### Conclusie

*Na jarenlang te hebben geprofiteerd van een van de belangrijkste financiële innovaties, de handel in het kredietrisico, heeft de huidige crisis de tekortkomingen ervan blootgelegd. Om deze financiële innovatie toekomstbestendig te maken en het vertrouwen van marktpartijen terug te winnen is een aantal aanpassingen nodig. Meer transparantie, eenvoudigere producten en verbeterd liquiditeitsbeheer en risicomanagement moeten ervoor zorgen dat financiële innovatie ook in de toekomst efficiëntie van het financiële stelsel en daarmee welvaarts-groei bevordert. Marktpartijen hebben al diverse initiatieven genomen en in internationale fora worden door toezichthouders maatregelen voorgesteld om ook in de toekomst optimaal te kunnen profiteren van de financiële innovatie.*

juli 2009

Danijela Piljic (030 - 2131104)

D.Piljic@rn.rabobank.nl

[www.rabobank.com/kennisbank](http://www.rabobank.com/kennisbank)

<sup>5</sup> In veel gevallen kochten banken, die de leningen verkochten, de meest risicovolle tranche weer terug. Hierdoor kwamen de eerste kredietverliezen op leningen voor rekening van de bank. Zie ook: DNB, 'Bazel II: een risicogevoeliger raamwerk voor een stabielere financieel stelsel', Kwartaalbericht december 2007

<sup>6</sup> DNB, 'Strengere eisen aan liquiditeitsrisicobeheer bij banken', Kwartaalbericht september 2008