

# Reactie financiële sector op toename onderpandvraag

Vanwege nieuwe regelgeving kunnen financiële instellingen te kampen krijgen met tekorten aan specifieke onderpandactiva. Nederlandse financiële instellingen anticiperen op de toenemende vraag naar onderpand door actiever gebruik te maken van onderpandoptimalisatie, -hergebruik en -transformatie. Deze strategieën gaan echter gepaard met liquiditeitsrisico, tegenpartijrisico en toegenomen verwevenheid. Voldoende liquiditeitsbuffers, stresstesten en conservatieve onderpand-eisen zijn nodig om deze risico's te beperken.

## JEANNETTE CAPEL

Senior beleidsmedewerker bij De Nederlandsche Bank

## ANOUK LEVELS

Beleidsmedewerker bij De Nederlandsche Bank

**D**e vraag naar kwalitatief hoogwaardig onderpand is sinds de financiële crisis flink toegenomen (figuur 1). Financiële instellingen zijn zich meer bewust geworden van hun tegenpartijrisico, waardoor zij veel minder dan vroeger bereid zijn elkaar ongedekte financiering te verstrekken. Daarnaast is nieuwe regelgeving een belangrijke motor achter de toegenomen vraag naar onderpandactiva van hoge kwaliteit. Denk hierbij aan de liquiditeitsstandaarden van Basel III (BCBS, 2010), nieuwe Europese regelgeving rond de afwikkeling en dekking van OTC-derivaten (EMIR) en internationaal afgesproken onderpand-eisen voor bilaterale OTC-derivaten (BCBS/IOSCO, 2013).

Welke activa als kwalitatief hoogwaardig onderpand worden geaccepteerd, verschilt per situatie en per tegenpartij. Zo is het raamwerk van de Baselse liquiditeitsstandaarden breder dan het raamwerk van centrale tegenpartijen die derivaten afwickelen. In ieder geval behoren cash-onderpand en staatspapier met een hoge kredietwaardigheid (AAA-BBB) tot de categorie kwalitatief hoogwaardig onderpand.

Een tekort aan kwalitatief hoogwaardig onderpand lijkt op macroniveau onwaarschijnlijk: de vraag ernaar neemt in het eurogebied weliswaar meer toe dan het aanbod, maar het totale aanbod blijft voorsnog veel groter dan de totale onderpandvraag (Levels en Capel, 2012). Dit beeld wordt bevestigd in latere internationale beleidsanalyses (ESMA, 2013; CGFS, 2013).

Toch kunnen financiële instellingen op microniveau met tekorten aan specifieke onderpandactiva te kampen krijgen. Zo zouden bij pensioenfondsen en verzekeraars tekorten aan liquide activa kunnen ontstaan omdat zij door de nieuwe OTC-derivatenregelgeving hun onderpandverplichtingen vaker dan nu in de vorm van cash of hoogwaardig liquide staatspapier moeten voldoen. Ook bij banken kunnen tekorten gaan ontstaan, bijvoorbeeld wanneer hun huidige liquiditeitsportefeuille nog niet voldoet aan de nieuwe Baselse liquiditeitsstandaarden.

De toenemende behoefte aan onderpand stelt financiële instellingen momenteel voor een flinke uitdaging om in de toekomst voldoende van de geschikte activa voorradig te hebben. Tot op heden is nog niet onderzocht hoe financiële instellingen hun onderpandtoereikendheid inschatten en hoe zij eventuele tekorten willen voorkomen. Ook is er in de literatuur nog weinig aandacht voor de risico's die deze onderpandbesparende strategieën met zich brengen en voor het beleid waarmee deze risico's kunnen worden beperkt.

## MOGELIJKE MARKTREACTIES

Verschillende reacties op het risico van onderpandschaarste zijn denkbaar. Ten eerste kan een bank nieuw onderpand creëren door portefeuilles te securitiseren – zoals het samenvoegen van hypotheekleningen en omvormen tot verhandelbare activa. Een nadeel is dat de activa op de bankbalans hierdoor meer beklemd raken, waardoor er bij een eventueel faillissement van de bank minder overblijft voor de ongedekte depositohouders en meer risico wordt afgewenteld op het depositogarantiestelsel (CGFS, 2013; Houben en Slingenberg, 2013).

Een tweede mogelijke reactie is het terugbrengen van de onderpandbehoefte door minder onderpand vergende transacties af te sluiten. Als dit excessieve hefboomwerking (*leverage*) in het systeem en speculatie beperkt, bevordert dit de financiële stabiliteit. Maar als financiële instellingen afzien van onderpand vergende transacties die risico's op de balans moeten afdekken, is dit minder gunstig.

Voor een financiële instelling die onderpandtekorten vreest, is het niet altijd nodig om nieuw onderpand te creëren of om het aantal onderpand vergende transacties terug te dringen. Met acties als onderpandoptimalisatie, -hergebruik en -transformatie valt ook al het nodige te winnen.

Onderpandoptimalisatie houdt in dat een financiële instelling haar bestaande onderpandportefeuille efficiënter gebruikt door het onderpand slimmer toe te delen. Inefficiënties kunnen ontstaan wanneer onderpand decentraal gemanaged wordt. Verschillende entiteiten of *business lines* beheren hun eigen onderpandspotje, waardoor een tekort kan ontstaan in één deel van de organisatie terwijl op een andere plek onderpand ongebruikt blijft. Een centraal onderpandmanagementsysteem waarin informatie uit de hele organisatie is geïntegreerd verhelpt dergelijke inefficiënties. Internationaal opererende financiële instellingen kunnen daarnaast inefficiënties ervaren omdat zij hun activa moeten bewaren bij centrale bewaarplaatsen voor effecten (CSD's) en/of *custodians* in verschillende landen. Het overboeken van effecten naar een tegenpartij die niet bij dezelfde CSD of *custodian* is aangesloten kost veel tijd, wat een optimale toedeling van het beschikbare onderpand aan alle tegenpartijen in de weg staat. Internationale CSD's, zoals Euroclear en Clearstream, en internationale *custodians* bieden een oplossing omdat zij directe links hebben met een groot aantal andere bewaarplaatsen (CSD's en *custodians*) en relaties hebben met heel veel financiële instellingen.

Onderpandhergebruik of onderpandhervinding is het voor eigen doeleinden effectief gebruiken van onderpand dat van andere partijen is ontvangen. Dit kan gezien worden als een bijzondere vorm van onderpandoptimalisatie. Zo kunnen de activa die als onderpand worden ontvangen voor een geldlening – via de zogeheten *repo*-markt – weer uitgeleend worden aan een partij die deze activa nodig heeft, om zodoende extra rendement te genereren gedurende de looptijd van de lening.

Een laatste mogelijkheid om een dreigend onderpandtekort het hoofd te bieden is onderpandtransformatie – ook wel onderpandswaps of onderpandupgrades genoemd. Dit is het inlenen van het juiste type activa van andere marktpartijen die deze activa niet direct nodig hebben. Zo kunnen pensioenfondsen en levensverzekeraars die behoefte hebben aan cash of andere liquide activa als onderpand, een deel van hun minder liquide activa uitlenen ter verkrijging van het benodigde onderpand. Veel partijen kunnen zelf voor hun onderpandtransformatie zorgen, mits zij actief zijn op de *repo*- of securities lending markt. Zo niet, dan kunnen zij via een derde partij hun onderpand transformeren, die daarvoor dan andere, veelal lagere kwaliteit, stukken als onderpand aanvaardt.

Onderpandoptimalisatie, -hergebruik en -transformatie bieden financiële instellingen duidelijke voordelen. Door optimalisatie en hergebruik maakt een financiële instelling beter gebruik van haar beschikbare hoeveelheid onderpand. Door

onderpandtransformatie kunnen financiële instellingen met een tekort aan specifieke onderpandactiva de activa inlenen van partijen die ze niet direct gebruiken. Aldus kan de instelling de kans op eventuele individuele onderpandtekorten verkleinen en de omvang van resterende tekorten verkleinen. Op macroniveau bezien neemt door deze strategieën de liquiditeit in het financiële systeem toe, wat tegenwicht biedt aan de toegenomen vraag naar onderpand.

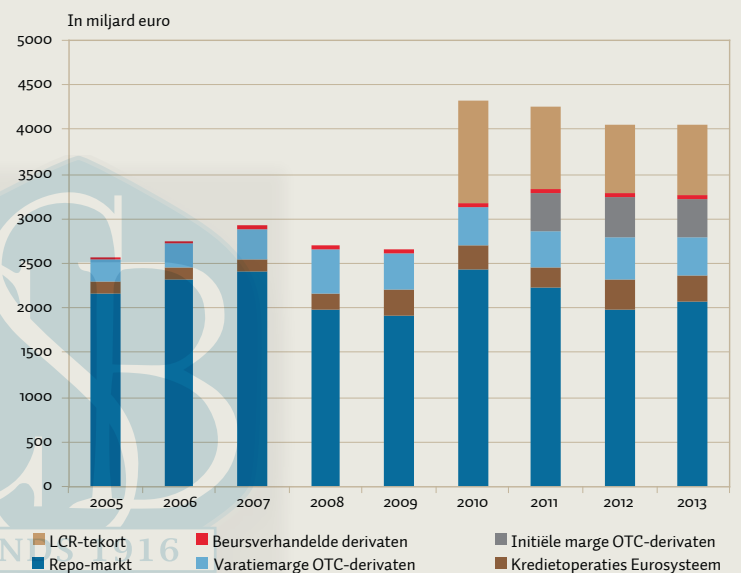
## REACTIES NEDERLANDSE FINANCIËLE INSTELLINGEN

In het licht van de toegenomen onderpandvraag onderzocht De Nederlandsche Bank eind 2013 op basis van diepte-interviews hoe in Nederland gevestigde financiële instellingen onderpandschaarste ervaren en welke acties zij hiertegen nemen (Capel en Levels, 2014). Voor zover bekend is dit het eerste marktonderzoek dat de risicoperceptie en reacties van financiële instellingen met betrekking tot onderpandschaarste in kaart brengt. De geïnterviewde instellingen vertegenwoordigen respectievelijk 85, 46 en 59 procent van de Nederlandse banken-, verzekerings- en pensioenfondsector. Omdat de derivatenmarkt nog sterk in transitie is en er nog geen data voorhanden zijn voor kwantitatieve schattingen, is gekozen voor een kwalitatieve onderzoeksmethode, waarmee een eerste beeld wordt geschetst van de gepercipieerde onderpandschaarste en voorgenomen onderpandstrategieën op de Nederlandse markt.

Uit de interviews blijkt dat 57 procent van de instellingen inschat dat de onderpandportefeuille ook de komende jaren toereikend zal zijn. De rest – 43 procent – kan op dit moment niet goed inschatten of ze voldoende onderpand zullen hebben, vanwege onzekerheid over de nieuwe marktinzichting en onderpandraamwerken van centrale tegenpartijen en clearing members. Deze laatste groep is vooral bezorgd om eventuele tekorten aan specifieke onderpandactiva: de totale

## Vraag naar onderpand in eurogebied

FIGUUR 1



Bron: DNB

De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.

hoeveelheid onderpand is voldoende maar de onderpandportefeuille heeft niet de juiste samenstelling. Slechts een enkele instelling geeft aan dat er een kwantitatief onderpandtekort zou kunnen ontstaan, waardoor in nood illiquide activa verkocht zouden moeten worden.

De veranderende regelgeving en de toegenomen vraag naar onderpand zijn voor veel instellingen aanleiding om te investeren in onderpandmanagementsystemen. Nadruk ligt bij het integreren en centraliseren van de systemen die inzicht bieden in onderpandposities, en het incorporeren van additionele informatie zoals de kosten van onderpand, *settlement*-procedures, en de onderpandposities van tegenpartijen. Een betere informatievoorziening helpt instellingen hun onderpandallocatie te optimaliseren. Zo kan bijvoorbeeld beter rekening gehouden worden met de toekomstige onderpandbehoefte en eventuele onderpand-substitutiemogelijkheden. Een aantal banken heeft al actie ondernomen om de onderpandmanagementsystemen te verbeteren en de onderpandallocatie te optimaliseren (figuur 2). Andere zijn daar nu mee bezig. Verzekeraars en vermogensbeheerders van pensioenfondsen hebben een inhaalslag te maken ten opzichte van banken. Vóór de hervormingen hadden deze instellingen een zeer voorspelbare liquiditeitsbehoefte en was het minder gebruikelijk om in bilaterale derivatentransacties onderpand (op dagbasis) uit te wisselen. Vele van hen zijn voornemens om in de komende jaren hun onderpandallocatie te verbeteren.

Verreweg de meeste Nederlandse financiële instellingen hergebruiken of herverpanden het door hen ontvangen onderpand. Als zij onderpand moeten leveren, staan zij hun tegenpartij meestal ook hergebruik en herverpanding toe. Bijna alle banken geven aan voor hun eigen onderpandbehoefte niet afhankelijk te zijn van deze bron van liquiditeit. Voor (pensioenfonds-)vermogensbeheerders en verzekeraars ligt dit soms anders, vooral als zij illiquide beleggingsportefeuilles hebben. Door ontvangen onderpand opnieuw als onderpand in te zetten kunnen ze besparen op liquiditeit. Veel Nederlandse financiële instellingen, ook banken, zien onderpandhergebruik overigens als een belangrijk smeermiddel voor het financiële systeem.

Ten slotte maken bijna alle (pensioenfonds-)vermogensbeheerders en verzekeraars actief gebruik van onderpandtransformatie. Meestal doen zij dit door zelf direct de gewens-

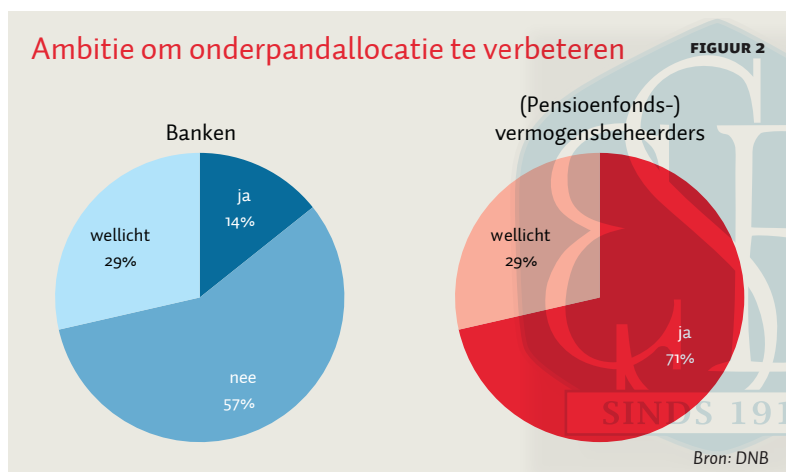
te activa aan te trekken op de repomarkt of securities lending markt; in een enkel geval wordt daarvoor een andere partij benaderd. Ruim zeventig procent van deze financiële instellingen verwacht dat hun vraag naar onderpandtransformatie in de nabije toekomst verder zal toenemen, omdat zij door de nieuwe regelgeving in de toekomst voor de afwikkeling van hun OTC-derivatencontracten meer cash nodig zullen hebben. Bij de banken maakt momenteel ongeveer de helft gebruik van onderpandtransformatie en verwacht een kleine dertig procent dat de vraag hiernaar zal toenemen.

### RISICO'S EN RISICOBEPERKEND BELEID

Strategieën als onderpandoptimalisatie, -hergebruik en -transformatie gaan gepaard met een aantal risico's. Ten eerste liquiditeitsrisico. Dit ontstaat doordat financiële instellingen op dagbasis – of zelfs intraday – de opdracht kunnen krijgen om meer onderpand te storten in verband met de marktwaarde-ontwikkeling van hun financiële posities – bijvoorbeeld derivatencontracten – en het onderpand zelf. Het is daarom van belang dat financiële instellingen een voldoende grote liquiditeitsbuffer aanhouden om schokken te kunnen opvangen. Onderpandoptimalisatie zou ertoe kunnen leiden dat instellingen te scherp aan de wind zeilen, waardoor ze in problemen kunnen komen als het tegenzit in de markt of er fouten zitten in de gebruikte onderpandmodellen. Procycliciteit, het fenomeen dat eisen strenger worden tijdens een crisis en de crisis daardoor verergeren, vergroot het liquiditeitsrisico. In perioden van stress stijgt de vraag naar kwalitatief goed onderpand – omdat de *exposure* ofwel risicoblootstelling toeneemt – terwijl tegelijkertijd ook de eisen aan onderpand worden aangescherpt door tegenpartijen. Zo kunnen de zogenoemde *haircuts* – ofwel de waardeafslag – op minder goede stukken sterk toenemen (CGFS, 2010), of worden stukken helemaal niet meer geaccepteerd. Voor onderpandhergebruik en transformatie geldt dat hergebruikrechten en onderpandsupgrades in stressperioden veel moeilijker te krijgen zijn dan in normale marktomstandigheden (Monnet, 2011; FSA, 2012), wat het tot instabiele onderpandbronnen maakt. Hoezeer dit procycliciteitsprobleem kan spelen werd duidelijk tijdens de financiële crisis van 2008: de *exposure* op de derivatenmarkt nam fors toe, terwijl tegelijkertijd de repomarkt – een belangrijke markt voor onderpandtransformatie – inkromp (figuur 3).

Voor de beheersing van dit liquiditeitsrisico is het van belang dat financiële instellingen regelmatig liquiditeitsstresstesten uitvoeren. Daarbij dienen ze een conservatieve inschatting te maken van de waarde van hun onderpand in stressperioden en de mate waarin in zo'n geval hergebruik of onderpandtransformatie mogelijk is. Zo zouden de stresstesten scenario's kunnen bevatten over waardedaling van onderpandactiva, stijgende *haircuts* en strengere acceptatiecriteria, en het wegvallen van eerder afgesproken kredietlijnen. Banken moeten weliswaar al aan de liquiditeitsstandaarden van Basel III voldoen, maar dat is geen garantie voor stabiele liquiditeitsbuffers. Volgens de *liquidity coverage*-standaard tellen liquide activa verkregen uit onderpandtransformatie via repo- of securities lending transacties mee in de buffer. Deze kunnen echter wegvallen in perioden van stress.

Ook centrale banken en toezichthouders kunnen hun steentje bijdragen aan het beteugelen van liquiditeitsrisico en procycliciteit in het financiële systeem. Centrale banken



De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.

zelf kunnen contracyclische onderpandseisen stellen, wat overigens al in hoge mate gebeurt. Verder ontwikkelt de Financial Stability Board momenteel beleid waarmee de procycliciteit in de haircuts op de voor onderpandtransformatie belangrijke repo- en securities lending markten wordt ingeperkt (FSB, 2013). Toezichthouders op banken en centrale tegenpartijen dienen er daarnaast voor te zorgen dat deze partijen conservatieve onderpandseisen hanteren, zodat ze ook in perioden van stress robuust blijven zonder hun onderpandseisen aan te hoeven scherpen richting klanten.

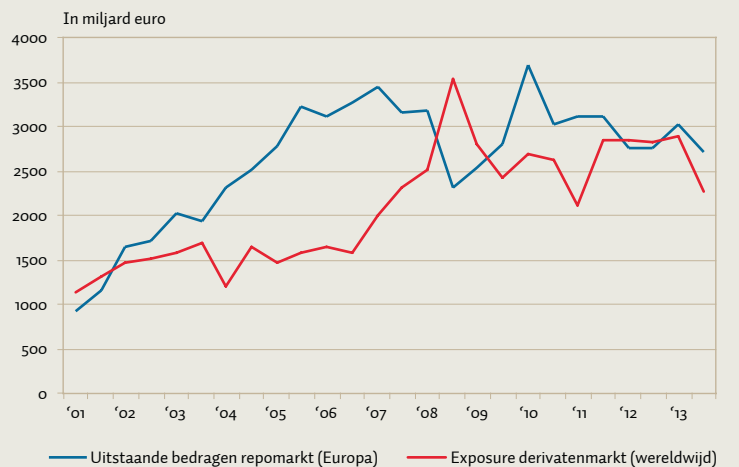
Het tweede risico, tegenpartijrisico, doet zich ook voor bij onderpandhergebruik en -transformatie en is relevant voor de aanbiederende partij. Financiële instellingen die hergebruik of herverpanding van hun onderpand toestaan, kunnen moeite hebben om equivalent onderpand terug te krijgen, afhankelijk van het type contract (Monnet, 2011). De risico's die met hun specifieke contract gepaard gaan, moeten zij goed op het netvlies hebben. Aanbieders van transformatiediensten kunnen bij marktstress met tegenpartij- en liquiditeitsrisico's te maken krijgen omdat het kwalitatief mindere onderpand dat zij hebben geaccepteerd bij stress minder waard en minder liquide wordt (FSA, 2012). Daarom is het van belang dat deze aanbieders een voldoende hoge buffer hebben om deze risico's op te vangen.

Tot slot nemen door het veranderde onderpandmanagement de verwevenheid en complexiteit binnen het financiële systeem enorm toe. Onderpandoptimalisatie betekent dat onderpandbeslissingen op centraal niveau genomen worden waardoor de interne afhankelijkheden binnen financiële instellingen toenemen. Hiermee moet rekening worden gehouden in de herstel- en resolutieplannen van die instelling. Daarbij komt nog dat optimalisatietechnieken vaak complex en daardoor risicovol zijn, zeker als ze automatisch transacties genereren. Als er onderpanddienstverleners in de arm worden genomen, neemt ook de afhankelijkheid van andere partijen toe en zijn goede *service level agreements* noodzakelijk zodat de financiële instelling weet waar ze aan toe is als er iets mis gaat bij die dienstverlening. Onderpandoptimalisatie kan er ook toe leiden dat nieuwe links ontstaan tussen financiële marktinfrastructuren of bestaande links intensiever worden gebruikt. Toezichthouders moeten erop blijven toezien dat deze links robuust zijn. Onderpandhergebruik en onderpandtransformatie maken een financiële instelling ook afhankelijk van derde partijen. Daarbij kunnen ook concentratie- en risico's optreden, bijvoorbeeld omdat iedereen gebruikmaakt van dezelfde custodians, ICSD's of clearing members.

## CONCLUSIES

Veel Nederlandse banken, (pensioenfonds-)vermogensbeheerders en verzekeraars houden er rekening mee dat zij wellicht tekorten krijgen aan specifieke onderpandactiva. Door onderpandoptimalisatie, onderpandhergebruik en onderpandtransformatie willen zij de kans hierop beperken. Naast voordelen hebben deze strategieën ook risico's. Belangrijk is het liquiditeitsrisico, dat tijdens stress vaak nog wordt versterkt door procycliciteit. Om dit liquiditeitsrisico te verminderen, moeten financiële instellingen regelmatig stressstesten uitvoeren met conservatieve aannames over onderpandwaarden en over de mogelijkheid tot onderpandhergebruik of -transformatie tijdens een stressperiode. Beleidsmakers kunnen van hun kant stappen zetten om de procycliciteit in het

## Exposure derivatenmarkt en omvang repo-markt **FIGUUR 3**



Bron: DNB

financiële stelsel te beteugelen. Instellingen die onderpandhergebruik of -transformatie aanbieden, staan ook bloot aan tegenpartijrisico en moeten derhalve voldoende liquide buffers hebben om dit te ondervangen. Tot slot kunnen de nieuwe onderpandstrategieën tot meer en complexe verwevenheid leiden, zowel binnen als tussen instellingen. Hierin liggen ook risico's besloten. Van individuele instellingen mag worden verwacht dat deze tot uiting komen in hun herstel- en resolutieplannen en de service level agreements met andere partijen. Autoriteiten moeten erop toezien dat de links tussen financiële marktinfrastructuren robuust blijven en alert zijn op eventuele concentratierisico's.

## LITERATUUR

- BCBS (2010) *Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring*. Basel: Basel Committee on Banking Supervision.
- BCBS/IOSCO (2013) *Margin requirements for non-centrally cleared derivatives*. Basel/Madrid: Basel Committee on Banking Supervision / International Organization of Securities Commissions.
- Capel, J.J. en A.L. Levels (2014) *Collateral optimisation, re-use and transformation*. Amsterdam: De Nederlandsche Bank.
- CGFS (2010) *The role of margin requirements and haircuts in procyclicality*. Basel: Bank for International Settlements, Committee on the Global Financial System.
- CGFS (2013) *Asset encumbrance, financial reform and the demand for collateral assets*. Basel: Bank for International Settlements, Committee on the Global Financial System.
- ESMA (2013) *Trends risks vulnerabilities*. Parijs: European Securities and Markets Authority.
- FSA (2012) *Collateral upgrade transactions*. Londen: Financial Services Authority.
- FSB (2013) *Strengthening oversight and regulation of shadow banking policy framework for addressing shadow banking risks in securities lending and repos*. Basel: Bank for International Settlements, Financial Stability Board.
- Houben, A.C.F.J. en J.W. Slingenberg (2013) *Collateral scarcity and asset encumbrance: implications for the European financial system*. Parijs: Banque de France.
- Levels, A.L. en J.J. Capel (2012) *Schaarste onderpand eurogebied onwaarschijnlijk*. ESB, 97(4634), 276-279.
- Monnet, C. (2011) *Rehypothecation*. *Business Review*, 2011(4).

De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.