

Centrale tegenpartij voor kredietderivaten is niet genoeg

DNB verwelkomt de oprichting van centrale tegenpartijen voor de afwikkeling van kredietderivaten. Een centrale tegenpartij bevordert de standaardisering van contracten en helpt om contracten te salderen waardoor het systeemrisico wordt verlaagd. Niet alle derivaten komen echter in aanmerking om via een centrale tegenpartij te worden afgewikkeld. Met name de complexe derivaten zullen op de ongereguleerde markt verhandeld blijven. Aanvullende maatregelen zijn daarom noodzakelijk, zoals een aanscherping van het interne risicomanagement van financiële instellingen en een verplichte centrale registratie van alle kredietderivaten.

Kredietderivaten staan hoog op de internationale beleidsagenda. De G20, het Financial Stability Forum en de internationale organisatie voor effectentoezichthouders, IOSCO, hebben een reeks aanbevelingen gedaan met betrekking tot de organisatie van de markt. Het Bazels Comité van banktoezichthouders herzielt momenteel de kapitaaleisen met betrekking tot de risico's van derivaten in het algemeen. Ook vanuit de politiek wordt druk uitgeoefend op de sector om de markt te hervormen. Inmiddels heeft de sector diverse initiatieven ontplooid, met als belangrijkste de oprichting van een centrale tegenpartij (central counterparty, CCP).

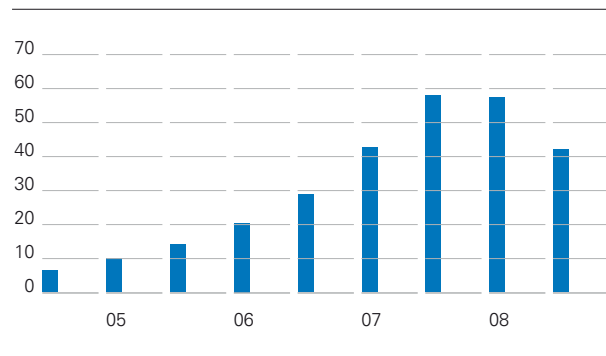
Met kredietderivaten kunnen financiële instellingen kredietrisico's los van de onderliggende lening of obligatie verhandelen. Een voorbeeld hiervan is een bank die het kredietrisico op een lening afdekt door middel van een credit default swap (CDS). De bank sluit de CDS af met een tegenpartij die het kredietrisico wil overnemen, en betaalt hiervoor aan de tegenpartij een periodieke premie. Wanneer bij de lening een zogenoemd 'credit event' optreedt, zoals een wanbetaling uit hoofde van een faillissement, betaalt de tegenpartij het verlies aan de bank of koopt de lening van de bank tegen de nominale waarde. Op deze manier heeft de bank het kredietrisico op de lening getransformeerd in een – doorgaans veel kleiner – kredietrisico op de tegenpartij.

Tijdens de financiële crisis bleek dat sommige financiële instellingen grote posities hadden ingenomen met kredietderivaten. Zo had de grote Amerikaanse verzekeraar AIG een omvangrijke, synthetische positie opgebouwd in Amerikaanse schuldbewijzen door kredietderivaten te verkopen. Toen AIG niet meer kon voldoen aan de verplichtingen die daaruit voortvloeiden, moest de Amerikaanse overheid met ruim USD 180 miljard bijspringen om AIG te redden. De steun van de Amerikaanse overheid was nodig om te voorkomen dat andere instellingen in de problemen zouden komen door een faillissement van AIG.

De markt voor kredietderivaten is in korte tijd hard gegroeid (grafiek 1). Door de lage rente steeg de vraag naar krediet en met kredietderivaten konden banken de kredietrisico's overdragen aan derde partijen. Zo werden kredietderivaten veel gebruikt in zogenoemde synthetische securitisaties voor het overdragen van kredietrisico's op leningportefeuilles. Daarnaast was de vraag van beleggers naar kredietderivaten groot, omdat het rendement op conventionele beleggingen, zoals staatsobligaties, erg laag was. Een andere drijfveer was speculatie. Met kredietderivaten kunnen financiële instellingen zonder de onderliggende leningen of obligaties in bezit te hebben een bepaalde positie innemen op een

Grafiek 1 Omvang van de kredietderivatenmarkt

Som van de onderliggende nominale waarden in USD biljoen



Bron: BIS.

onderneming of een bedrijfssector. Aan de vooravond van de financiële crisis bedroeg de marktomvang, gemeent naar de som van onderliggende waarden, bijna USD 58.000 miljard, een verzesvoudiging sinds 2004. Eind 2008 bedroeg de vervangingswaarde van de CDS-contracten ongeveer USD 5.700 miljard.

De risico's

Een van de belangrijkste risico's van kredietderivaten is het tegenpartijkredietrisico; het risico dat een tegenpartij niet aan de verplichtingen kan voldoen die voortvloeien uit het derivatencontract. In tegenstelling tot het gewone kredietrisico hangt het tegenpartijkredietrisico af van een complexe set aan factoren, zoals het verwachte kredietverlies op de onderliggende waarde, de kredietwaardigheid van de tegenpartij en de mogelijke samenhang daartussen. Veel modellen en berekeningsmethoden voor tegenpartijkredietrisico zijn nog in ontwikkeling.

Met betrekking tot de risico's van kredietderivaten speelt ook een gebrek aan transparantie een belangrijke rol. Door de sterke groei van het gebruik van onderhandse kredietderivaten werd het onduidelijk bij welke instellingen de kredietrisico's uiteindelijk neerslaan. Het gebrek aan transparantie bemoeilijkt het bepalen van het tegenpartijkredietrisico en is ook om een andere reden problematisch: het biedt ruimte aan marktmisbruik, zoals het handelen met voorkennis.¹

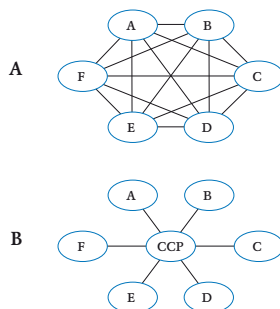
Een ander risico van kredietderivaten is het waarderingsrisico dat samenhangt met de complexiteit van de contracten of de constructies waarin ze worden gebruikt, en het onderliggende kredietrisico dat lastig is te modelleren. De onzekerheid over de waardering van

de derivaten leidde tijdens de crisis tot abrupte prijsveranderingen. Dit bemoeilijkte het handelen in kredietderivaten. Vanwege de complexiteit is de doorlooptijd van de administratieve verwerking relatief hoog en ontstaan gemakkelijk fouten die tot juridische geschillen kunnen leiden. Na het faillissement van de zakenbank Lehman Brothers in september vorig jaar, hadden sommige instellingen ruim een week nodig om de omvang van de uitstaande derivatenposities te bepalen.

Het is duidelijk dat de risico's en tekortkomingen ten aanzien van het risicomanagement van kredietderivaten die zich tijdens de financiële crisis hebben gemanifesteerd, moeten worden aangepakt. De voordelen en economische meerwaarde die kredietderivaten bieden moeten daarbij wel worden behouden. Kredietderivaten, mits verstandig gebruikt, kunnen bijdragen aan een betere allocatie van risico's en kapitaal in de financiële sector. Dit resulteert in een ruimer aanbod van krediet tegen gunstigere tarieven. Het verbieden van kredietderivaten, een oplossing die soms wordt geopperd, kan het risicobeheer van financiële instellingen ernstig belemmeren.

In de afgelopen periode hebben instellingen al vorderingen gemaakt met het herstructureren van de markt door bilaterale contracten te salderen of tegen elkaar weg te strepen. Mede als gevolg hiervan is de marktomvang wereldwijd met ongeveer een derde afgenomen tot circa USD 40.000 miljard eind 2008 (grafiek 1). Voor verdergaande herstructurering is evenwel een centrale tegenpartij (CCP) noodzakelijk, die de vele openstaande bilaterale posities tussen instellingen kan vervangen door een positie op de CCP (figuur 1). Ook Nederlandse instellingen maken gebruik van kredietderivaten. De komst van CCP's is daarom ook voor de Nederlandse

Figuur 1 Reductie van onderlinge bilaterale relaties door oprichting van een CCP



Toelichting: De ovals representeren financiële instellingen die onderling kredietderivaten afsluiten. De komst van een CCP voor kredietderivaten vergroot de potentiële saldering van de contracten.

financiële sector van belang. In andere markten zijn CCP's al lange tijd gemeengoed, zoals in de effectenmarkt (zie het artikel 'Europese integratie effectenmarkt nog niet afgerond' in dit Kwartaalbericht).

Centrale tegenpartij

Wereldwijd zijn er momenteel diverse initiatieven om een CCP op te zetten voor kredietderivaten. De belangrijkste zijn het Amerikaanse IntercontinentalExchange (afgekort ICE) en twee initiatieven in Europa van LCH. Clearnet en Eurex Clearing, beide internationale clearinginstellingen. Een centrale tegenpartij biedt een elektronisch platform voor het afsluiten en afwickelen van kredietderivaten, wat een impuls kan geven aan een verdere standaardisatie van de contracten en een automatisering van de handel. Dit reduceert de operationele risico's, verkleint het tegenpartijkredietrisico en verbetert de transparantie van de markt. In dit verband lijkt de markt het meest gebaat bij de oprichting van één wereldwijde CCP, omdat het de potentiële saldering van uitstaande posities maximaliseert. Maar vanwege systeemrisico's inherent aan een centrale afwikkeling heeft het Eurosysteem aangegeven dat er tenminste één centrale tegenpartij voor kredietderivaten binnen het eurogebied moet worden gevestigd. Indien nodig kan dan voor de euro settlements snel worden ingegrepen.

Omdat de CCP een spilfunctie inneemt in de markt moet het risicomanagement voldoen aan de hoogste standaarden. Zo moeten posities op dagbasis worden afgedekt met onderpand, waarbij enkel onderpand van de hoogste kwaliteit mag worden gebruikt. Daarnaast worden deelnemende partijen verplicht om te storten in een waarborgfonds dat door de CCP kan worden aangesproken op het moment dat een tegenpartij in gebreke blijft en het ingelegde onderpand ontoereikend blijkt om de positie te sluiten. Verder zal een CCP bij het aangaan van een positie ook een initiële margin verlangen die onder meer wordt bepaald met stresstests. Illustratief is dat bestaande CCP's die volgens bovenstaande procedures werken, de financiële crisis tot dusverre zonder noemenswaardige problemen hebben doorstaan.

Een kanttekening is dat het strenge risicomanagement van een CCP in eerste instantie waarschijnlijk zal leiden tot stijging van de kosten voor de deelnemende instellingen. Deze kosten komen bijvoorbeeld in de vorm van een lidmaatschapcontributie en een bijdrage aan het waarborgfonds. Daarnaast kan de oprichting van een CCP voor sommige instellingen de winstmarge onder druk zetten. Dit laatste als gevolg van een toe-

name van de concurrentie en meer transparantie over de kosten verbonden aan het handelen in derivaten. Hoewel de relatieve kosten voor het gebruik van een CCP naar verwachting op termijn zullen afnemen, onder andere doordat geen veelvoud aan bilaterale contracten hoeft te worden beheerd en het onderpand efficiënter kan worden aangewend, kunnen bovengenoemde kosten op de korte termijn voor sommige instellingen een drempel vormen om deel te nemen.

Om instellingen over de dam te krijgen, kunnen additionele financiële prikkels nuttig zijn. Dit kan bijvoorbeeld door de kapitaaleisen te verhogen voor de risico's verbonden aan derivaten die niet via een CCP worden afgewikkeld. Dit laatste is ook om andere redenen van belang: een groot deel van de kredietderivaten is op maat gemaakt en kan niet centraal worden afgewikkeld omdat ze niet passen binnen het gestandaardiseerde raamwerk van de CCP. Een ruwe schatting indiceert dat circa de helft van de uitstaande kredietderivaten niet centraal kan worden afgewikkeld. Deze derivaten zijn vaak risicovoller dan de standaardderivaten, doordat ze minder transparant zijn en daarom hogere eisen stellen aan het interne risicomanagement van instellingen. Tegen deze achtergrond heeft DNB een herziening van de toezicht-eisen voor tegenpartijkredietrisico op de agenda gezet van het Bazels Comité van bankentoezichthouders.

Een centraal register voor kredietderivaten

Behalve aan een CCP werken marktpartijen ook aan de oprichting van een centraal register voor kredietderivaten. Een centraal register is een elektronisch platform waarop de deelnemende instellingen hun kredietderivaten laten registreren. Het voortouw neemt de Depository Trust and Clearing Corporation (afgekort DTCC), een Amerikaans bedrijf dat is gespecialiseerd in de administratie en verwerking van financiële transacties.

Het voordeel van een centraal register is dat informatie kan worden ingewonnen over kredietderivaten die niet via een CCP worden afgewikkeld, en over marktpartijen die niet aan een CCP deelnemen. Met deze informatie kunnen toezichthouders meer inzicht krijgen in de marktontwikkelingen en kunnen ze eventuele concentratierisico's, zoals die zich bij AIG hebben voorgedaan, tijdig opsporen. Een ander voordeel van een centraal register is dat het een efficiënte wederzijdse bevestiging van contracten bevordert. Dit voorkomt administratieve achterstanden en geeft, in het geval van een credit event, snel duidelijkheid over de uitstaande posities van de betrokken instellingen.

Onder druk van toezichthouders wordt nu toegewerkt naar de registratie van alle kredietderivaten, ook de op maat gemaakte. Naar verwachting zal deze registratie in de loop van 2009 worden voltooid. Om een idee te geven van de volumes: wereldwijd vinden op dagbasis ruim veertigduizend transacties plaats in kredietderivaten (eenzijdig) die DTCC vastlegt in haar centrale register (bron: DTCC).

De oprichting van een CCP voor kredietderivaten zal in belangrijke mate helpen de risico's te beperken, maar een gedegen risicobeheer door de betrokken financiële instellingen blijft van het hoogste belang. Dat komt omdat vooral de op maat gemaakte, complexe transacties niet geschikt zijn voor een centrale afwikkeling. In dit verband is uit het voorbeeld van AIG gebleken dat er bij het risicobeheer van marktpartijen buiten de bancaire sector nog een inhaalslag gewenst is. Aanvullende maatregelen, zoals verplichte centrale registratie van alle contracten, kunnen het inzicht in de risico's die worden genomen door de diverse marktpartijen verder vergroten en zijn daarom vanuit het oogpunt van de financiële stabiliteit van groot belang.

¹ Zie een recente studie van de Europese Commissie, Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets, 3 juli 2009.