

De toekomst van het ‘originate-to-distribute’-model bij banken

Het verstrekken, verpakken en verhandelen van kredieten (‘originate-to-distribute’) heeft de afgelopen jaren een hoge vlucht genomen. Dit innovatieve bedrijfsmodel van banken draagt in beginsel bij aan een efficiënter financieel stelsel en is daarmee welvaartsverhogend. Niettemin heeft de marktturbulentie laten zien dat het model recent niet goed is toegepast. Zo hielden marktpartijen in hun risicobeheer onvoldoende rekening met de mogelijkheid dat kredieten moeilijk verhandelbaar kunnen worden. Daarbij zijn kredieten verpakt in complexe beleggingsproducten, waardoor de risico’s onoverzichtelijk werden. Ook blijkt dat sommige banken kredieten onzorgvuldig hebben verstrekt. Om het model goed te laten functioneren is een aantal aanpassingen nodig, waaronder het eenvoudiger maken van de producten, het vergroten van de transparantie, het versterken van het risicobeheer en het effectiever maken van de prikkelwerking.

Specialisatie in de financiële sector

Het verstrekken, verpakken en verhandelen van kredieten ('originate-to-distribute', OTD) heeft de afgelopen jaren een hoge vlucht genomen. Met deze activiteit verplaatst een bank een bundel van kredieten naar een speciale vennootschap, die op haar beurt schuldpapier uitgeeft dat gedekt wordt door de kredieten. Hierdoor worden beleggingsinstrumenten gecreëerd die verhandelbaar zijn op financiële markten. Door het OTD-model is specialisatie opgetreden in de financiële sector (figuur 1). Omdat banken traditioneel beschikken over de infrastructuur en klantrelaties om leningen te verstrekken, staan zij aan de basis ervan. Hun leningen zijn als het ware de grondstof voor zakenbanken die deze verpakken tot zogeheten gestructureerde kredietproducten. Beleggers als hedge funds bevorderen de handel hierin en verzekeraars en pensioenfondsen beleggen in het kredietrisico. Dit doen ze om hun beleggingsportefeuilles te spreiden en extra rendement te halen. Sommige financiële instellingen, met name grote internationale zakenbanken, zijn de verschillende functies in de kredietketen (van verstrekker, intermediair, belegger) gaan combineren in een OTD-bedrijfsmodel. Nederlandse banken hebben elementen hiervan overgenomen, maar deposito's zijn over het algemeen een belangrijke financieringsbron gebleven. Niettemin is ook in Nederland ongeveer een derde van de hypotheekschuld gesecuritized.

De overdracht van kredietrisico in de vorm van securitisatie en derivaten heeft grote voordelen. Ten eerste biedt het marktpartijen met uiteenlopende looptijden

van hun verplichtingen extra mogelijkheden om hun risico's te beheren. Hierdoor kan de zogeheten 'looptijd mismatch' voor de financiële sector als geheel afnemen. Ten tweede kunnen de risico's breder over het systeem worden gespreid. Concentratie van risico – bijvoorbeeld binnen één bank of verzekeraar – kan daarmee worden verminderd. Kortom, de overdracht van kredietrisico draagt in beginsel bij aan de efficiëntie en stabiliteit van het financiële systeem.

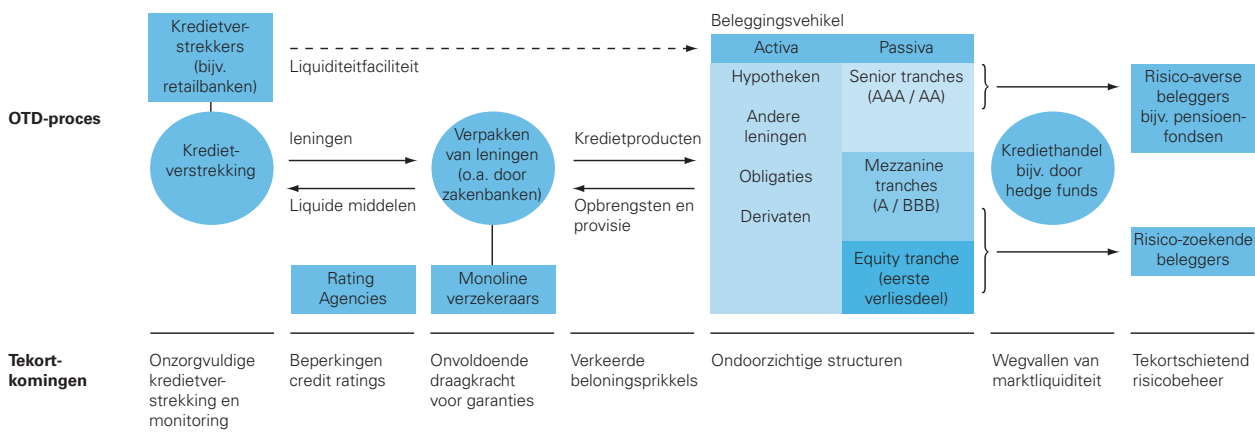
De voordelen van het OTD-model treden op als marktpartijen de juiste prikkels en informatie hebben en daarmee de overdracht van krediet tegen de juiste prijs plaatsvindt naar partijen die de risico's goed kunnen dragen. Daarbij is het OTD-model sterk afhankelijk van voldoende liquide markten om de kredieten te verhandelen. Tijdens de marktturbulentie is gebleken dat deze 'checks and balances' niet goed hebben gewerkt. Achteraf bleek bijvoorbeeld dat risico's groter waren dan eerder werd verondersteld. Ook werden risico's overgedragen aan instellingen die hier onvoldoende draagkracht voor hadden, zoals bepaalde monolineverzekeraars. Hierdoor is het vertrouwen in kredietproducten sinds vorig najaar gekelderd en de liquiditeit op de kredietmarkten opgedroogd.

Risico's van doorschieten OTD-model blootgelegd

Door het wegvallen van de handel in kredietproducten sinds vorig jaar is de uitgifte van nieuwe kredietproducten teruggevallen (grafiek 1). Dit zet de provisie-inkomsten van banken onder druk. Ook kunnen ze de als tij-

Figuur 1 Originate-to-distribute model

Betreft een gestileerde versie van het model



delijk beschouwde kredietrisico's niet meer overdragen of keren kredieten die ze hadden overgedragen terug op de balans. Dit heeft geleid tot gedwongen balansverlenging, afschrijvingen en toegenomen druk op de liquiditeit, onder andere als gevolg van trekkingen op financieringsfaciliteiten door complexe beleggingsvehikels van banken. Behalve uit contractuele verplichtingen voelden sommige banken zich ook om reputatieredenen gedwongen om dergelijke beleggingsvehikels bij te staan. Met het opdrogen van de markt voor complexe kredietproducten werd het bovendien moeilijk om kredietproducten te waarderen.

De problemen bij belangrijke spelers op de kredietmarkten dragen eraan bij dat het OTD-model niet goed functioneert. Grote internationale zakenbanken hebben hun financiële positie zien verslechteren en zijn risico-averser geworden waardoor ze minder goed hun verschillende functies als geldverschaffer, intermediair en belegger kunnen vervullen. Daarnaast hebben monolineverzekeraars kredietoverdracht vergemakkelijkt door voor bepaalde onderdelen van de kredietproducten garanties af te geven. Door de penibele situatie van deze instellingen is een belangrijke schakel in het meer complexe deel van de kredietmarkt weggevallen. In problemen geraakte monolineren vechten in sommige gevallen door hen afgegeven garanties aan.

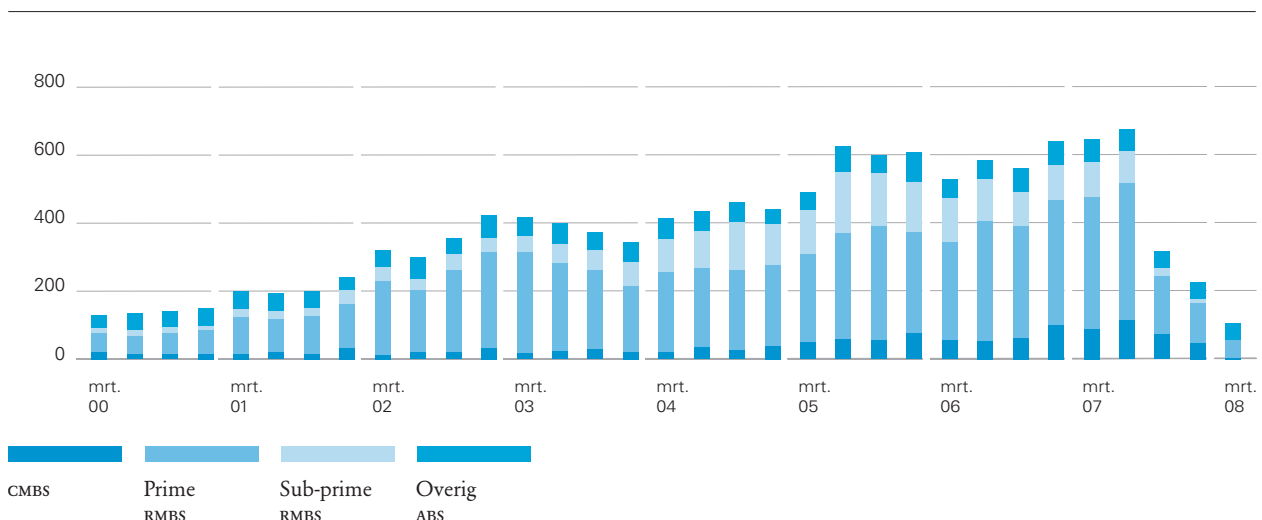
Verkeerde prikkels

In de toepassing van het OTD-model hebben vooral sommige prikkels niet goed gewerkt. Doordat banken en andere kredietverstrekkers bij voorbaat wisten dat de risico's van kredieten konden worden overgedragen, zijn deze in een aantal gevallen te gemakkelijk verleend. Ook de prikkel om na de overdracht de afbetaling van de leningen goed in de gaten te houden verminderde, doordat de kredietverstrekkers het volledige risico aan de markt kwijt konden. Dit was mogelijk vanwege de grote vraag naar kredietproducten van andere hedge funds en institutionele beleggers zoals pensioenfondsen en verzekeraars. Mede doordat kredietproducten zo gemakkelijk verhandelbaar waren en marktpartijen massaal in de producten stapten, hadden zij op het hoogtepunt van de financiële cyclus weinig oog voor de risico's. Bovendien waren deze risico's soms moeilijk te doorgronden omdat de producten zo complex waren. Voor de beoordeling van risico's leunden beleggers sterk op de ratings van kredietbeoordelaars zoals Moody's, Standard & Poor's en Fitch. Die bleken echter forse beperkingen te hebben.¹

Ook de beloningsprikkels verzwakten de marktdiscipline bij de verschillende partijen in de kredietketen zoals kredietverstrekkers, tussenpersonen en zakenbanken. Provisies waren bijvoorbeeld gerelateerd aan de

Grafiek 1 Wereldwijde emissie van gesecuritiseerde kredieten

USD miljard



Toelichting: CMBS staat voor commercial mortgage-backed securities, RMBS staat voor residential mortgage-backed securities, ABS staat voor asset-backed securities, denk aan auto-, creditcard- en studentenleningen.
Bron: Dealogic.

hoeveelheid verkochte producten en niet aan de kwaliteit daarvan. De ondoorzichtigheid van de producten verschaft bovendien ruimte voor beloningsstructuren waarbij veel te winnen valt maar weinig te verliezen. Dit leidde tot risicozoekend gedrag met te weinig oog voor het langere-termijnrendement van de kredietproducten.

Het OTD-model maakt het mogelijk voor banken om kredieten buiten de balans te brengen via ingewikkelde beleggingsvehikels. Dit werd mede gestimuleerd doordat Bazel 1, het internationale raamwerk voor toezicht op banken, geen kapitaaleisen kende voor financieringsfaciliteiten die zijn verleend aan dergelijke vehikels. Deze constructies waren in sommige landen bovendien niet transparant, mede door een uiteenlopende toepassing van verslaggevingregels. In de praktijk blijven banken echter betrokken bij de risico's van de vehikels, zoals tijdens de marktturbulentie naar voren is gekomen. In het nieuwe toezichtsraamwerk Bazel 2 wordt de kapitaaleis voor dergelijke vehikels herzien. Dat geldt ook voor het kapitaal dat banken moeten aanhouden voor kredietproducten met een hoge rating. De relatief lage kapitaaleis onder Bazel 1 stimuleerde de banken hierin te beleggen. Maar de risico's van dergelijke beleggingen blijken groter dan aanvankelijk werd gedacht.

Toekomstperspectief

Het OTD-model draagt bij aan een efficiënt werkend financieel stelsel en is daarmee welvaartsverhogend. Verhandelbare kredieten kunnen aantrekkelijk zijn voor beleggers om hun portefeuillesamenstelling te optimaliseren. Banken kunnen via securitisatie en kredietderivaten hun risicobeheer beter vormgeven. Om het model weer goed te laten werken, zal eerst schoon schip gemaakt moeten worden. Dit betekent dat financiële instellingen hun verliezen nemen en ondoorzichtige beleggingsvehikels afwikkelen. Om het vertrouwen van beleggers terug te winnen, zijn bovendien eenvoudigere en meer transparante kredietproducten nodig. Ook zullen deze producten gebaseerd moeten zijn op houdbare schuld- en looptijdverhoudingen. Kortom, de voorwaarden voor het goed functioneren van het OTD-model – voldoende transparantie, goed risicobeheer, juiste prikkelwerking – dienen beter te worden toegepast. Marktpartijen hebben inmiddels diverse initiatieven genomen en ook de autoriteiten bevorderen deze op nationaal en internationaal niveau (zie hoofdstuk Financiële Stabiliteit elders in dit Kwartaalbericht).

Transparantie

Effectieve transparantie kan door marktkrachten worden afgedwongen. Risicobewuste beleggers zullen immers een hogere risicopremie vragen voor minder doorzichtige producten. Dit prikkelt aanbieders om transparantere producten te ontwikkelen. Standaardisatie van informatie over de risico's van de producten is zeer behulpzaam voor beleggers om een afgewogen beleggingskeuze te maken. Daarbij kan de dreiging van reputatieverlies de kredietverstrekkers ertoe bewegen de risico's zelf goed te doorgronden en beleggers hierin goed inzicht te geven. Hierbij speelt gedragstoezicht een rol, met name in de vs bleek dit onvoldoende ten aanzien van subprime hypotheek. Transparantie kan verder worden bevorderd door het openbaar maken van de kwaliteit van gesecuritiseerde kredieten, door verduidelijking van acceptatiecriteria en risicokarakteristieken, en door het delen van de bevindingen van eigen onderzoek hiernaar ('due diligence'). Kredietbeoordelaars willen dit stimuleren door, als voorwaarde voor afgifte van een rating, kredietverstrekkers te verplichten tot een grondige beoordeling van het kredietrisico en ook accountants hiernaar te laten kijken. Ook Bazel 2 zal bijdragen aan meer transparantie van securitisatieposities.²

Risicomanagement

Het feit dat sommige banken beter zijn omgegaan met de risico's van het OTD-model dan andere, is terug te voeren op de kwaliteit van het risicobeheer. Uiteindelijk hebben marktpartijen zelf de verantwoordelijkheid om de risico's van kredietproducten goed te doorgronden. Als ze hiervoor onvoldoende capaciteit hebben dan kunnen ze beter niet in dergelijke producten handelen of beleggen. Ook moeten marktpartijen rekening houden met de beperkingen van ratings voor kredietproducten. Ratings zijn weliswaar een handig hulpmiddel om een idee te krijgen van het kredietrisico, maar zijn geen substituuut voor een eigen gedegen risicobeoordeling.

Een belangrijke les voor de banken is dat ze (mogelijke) verplichtingen die zich buiten de balans bevinden, moeten betrekken in hun risicomanagement en liquiditeitbeheer. In Nederland is er een geconsolideerd liquiditeitstoezicht dat tijdens de marktturbulentie van groot belang bleek voor een goed zicht op de liquiditeitsrisico's. Ook stresstesten voor liquiditeitsrisico, inclusief scenario's met marktbrede verstoringen, zijn hierbij van belang. Het Bazels Comité komt in juli met standaarden voor verbeteringen in liquiditeitsbeheer, waaraan door toezichthouders follow-up zal worden

gegeven. Een andere les van de marktturbulentie is dat banken en regelgevers rekening moeten houden met de contractuele en niet-contractuele (reputatierisico) betrokkenheid bij beleggingsvehikels buiten de balans. Hierbij is de kwaliteit van de risico-overdracht een aandachtspunt. Met het terugnemen van kredieten uit beleggingsvehikels bleken de banken toch een restrisico te hebben.

Juiste prikkels

Voor een goede prikkelwerking is een betrouwbare risicobeoordeling van kredietproducten essentieel. Ratings zullen daarbij een belangrijke rol blijven vervullen. De kredietbeoordelaars hebben de kredietrisico's flink onderschat en herzien inmiddels hun methoden. Het is van groot belang dat ze duidelijker communiceren over de onzekerheden en beperkingen die kleven aan hun ratings. Daarbij is het zinvol om een onderscheid te maken tussen kredietproducten enerzijds en meer traditionele producten zoals bedrijfsobligaties anderzijds.³ Voor beleggers kan duidelijkheid over de mate waarin de verstrekende bank een belang houdt bij het risico een extra prikkel vormen om het risico van gesecuriti-seerde kredieten scherp te beoordelen. Het is denkbaar dat banken een deel van het risico aanhouden als beleggers hierom vragen. Vanuit reputatie-oogpunt hebben de banken een prikkel om de kredieten goed te blijven volgen, ook als het risico is overgedragen aan andere partijen. Dergelijke 'checks and balances' dragen bij aan een zorgvuldige kredietverstrekking van banken. Autoriteiten kunnen marktoplossingen bevorderen door versterking van de marktdiscipline, bijvoorbeeld via grotere openheid over de risico's van de producten.

Tot slot

Eenvoudigere kredietproducten, vergroting van de transparantie, versterking van het risicobeheer en aanpassingen in de prikkelwerking vormen belangrijke aandachtspunten voor een goed gebruik van het OTD-model. De betrokken partijen in de kredietketen hebben inmiddels diverse initiatieven genomen en ook de autoriteiten bevorderen op dit moment aanpassingen van de randvoorwaarden van het model op zowel nationaal als internationaal niveau. Deze initiatieven en mogelijk nog te nemen toezichtmaatregelen dragen er aan bij dat marktpartijen weer op een gezonde manier kunnen profiteren van het OTD-model.

1 Zie hoofdstuk Financiële Stabiliteit in Kwartaalbericht maart 2008.

2 Zie het artikel 'Bazel II: een risicogevoeliger raamwerk voor een stabiel financieel stelsel' in Kwartaalbericht december 2007.

3 Ook het tegengaan van belangenverstrengeling verdient prioriteit. Zie verder het hoofdstuk Financiële Stabiliteit in Kwartaalbericht maart 2008.