

Vergaderjaar 2015–2016

**32 013**

**Toekomst financiële sector**

**Nr. 117**

## **BRIEF VAN DE MINISTER VAN FINANCIËN**

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 19 januari 2016

Zoals reeds in mijn brief<sup>1</sup> van 6 november jl. vermeld zou De Nederlandsche Bank (DNB) een onderzoek doen naar Nederlandse schaduwbanken. Door middel van deze brief stuur ik uw Kamer de studie «Scherper licht op financiële stabiliteitsrisico's van het schaduwbankwezen»<sup>2</sup>, die DNB op 18 december jl. heeft gepubliceerd, vergezeld van een appreciatie van mijn zijde.

DNB heeft – op basis van één internationaal opgestelde definitie – de samenstelling van het Nederlandse schaduwbankwezen in kaart gebracht. Daarbij legt DNB uit welke activiteiten potentieel risicovolle elementen kennen. Tot slot worden de mogelijkheden om risico's in het schaduwbankwezen te beheersen nader toegelicht.

### *De definitie van schaduwbanken*

Het schaduwbankwezen kan worden gezien als een systeem waar bankachtige activiteiten (zoals kredietintermediatie) plaatsvinden buiten het reguliere bankwezen om. Bij deze activiteiten komen bankachtige risico's kijken.

De Financial Stability Board (FSB) heeft afgelopen jaar een nieuwe risicogebaseerde definitie ontwikkeld om beter grip te krijgen op de risico's van het schaduwbankwezen. Volgens deze definitie<sup>3</sup> zijn niet-banken, met uitzondering van verzekeraars en pensioenfondsen, een schaduwbank indien ze: (a) onderdeel zijn van een keten van kredietintermediatie; (b) niet onder banken- of vergelijkbaar financieel toezicht staan,

<sup>1</sup> Beantwoording van de Kamervragen aangaande «De toegenomen volatiliteit op financiële markten en de risico's voor de financiële stabiliteit» (Aanhangsel Handelingen II 2015/16, nr. 517).

<sup>2</sup> Raadpleegbaar via [www.tweedekamer.nl](http://www.tweedekamer.nl).

<sup>3</sup> FSB, Global Shadow Banking Monitoring Report, november 2015.

en (c) bankachtige activiteiten ontplooiën. Deze bankachtige activiteiten hebben één of meerdere van onderstaande eigenschappen:

- Looptijd-transformatie: middelen aantrekken voor korte termijn en uitzetten voor lange termijn;
- Liquiditeits-transformatie: omzetten van liquide middelen naar minder liquide middelen;
- Leverage (hefboom): het vergroten van posities met vreemd vermogen of door de aankoop van derivaten.

#### *Omvang van het schaduwbankwezen*

DNB houdt zicht op de financiële sector en beheert statistieken over de omvang en ontwikkeling van de sector. Het beginpunt voor de analyse van het schaduwbankwezen zijn zogenoemde overige financiële instellingen (OFIs). Dit zijn alle financiële instellingen behalve banken, verzekeraars en pensioenfondsen. De totale balansomvang van alle OFIs in Nederland is 5552 miljard euro.

Als DNB vervolgens de FSB definitie toepast op deze groep instellingen stelt DNB vast dat het grootste deel van de Nederlandse OFI-sector – 96% eind 2014 – buiten het schaduwbankwezen valt. Vooral buitenlandse multinationals met financiële stromen van en naar Nederlandse groepsonderdelen nemen een groot deel van de totale OFI sector in, maar worden niet gekenmerkt als schaduwbanken, omdat hun activiteiten geen bankachtige risico's kennen. Ook bijzondere financiële instellingen (BFIs), zoals financieringsmaatschappijen van buitenlandse banken of verzekeraars vallen buiten de definitie omdat – op geconsolideerd niveau – toezicht plaatsvindt op deze instellingen in het land van vestiging. De risico's voor de financiële stabiliteit worden daarom via het reguliere toezicht op deze instellingen beheerst. DNB kwalificeert verder fondsen voor gemene rekening onder beheer van pensioenuitvoeringsorganisaties niet als schaduwbanken. Deze fondsen kennen volgens DNB beperkte risico's gegeven het feit dat deze fondsen voor een groot deel bestaan uit beleggingen van de pensioenuitvoeringsorganisaties. Het risico op een run op deze fondsen is daarmee minimaal.

Voorheen, toen een minder geavanceerde definitie van het schaduwbankwezen werd gehanteerd,<sup>4</sup> leek de omvang van het Nederlandse schaduwbankwezen tot een van de grootste van de wereld te behoren, maar na het beoordelen van alle OFIs en het elimineren van de *niet* schaduwbanken blijft er in Nederland een schaduwbankwezen over met een totale balansomvang van 207 miljard euro. DNB concludeert dat de omvang van het schaduwbankwezen hiermee kleiner is dan eerder gedacht.

#### *Samenstelling van het geïdentificeerde Nederlandse schaduwbankwezen*

Het Nederlandse schaduwbankwezen bestaat voor het grootste deel uit openeind beleggingsfondsen en securitisatievehikels. Openeind beleggingsfondsen, die in schuldtitels beleggen,<sup>5</sup> hebben een omvang van 111 miljard euro. Met openeind wordt bedoeld dat investeerders zich op elk moment uit het fonds kunnen terugtrekken. Openeind beleggingsfondsen

<sup>4</sup> Zie bijv. het FSB Global Shadow Banking Monitoring Report van 2012 ([http://www.fsb.org/2012/11/r\\_121118c/](http://www.fsb.org/2012/11/r_121118c/)). Ook in 2012 wees DNB op de vertekening die ontstond door het hanteren van een bepaalde (te) brede definitie. Zie bijv. DNB's reactie op het FSB rapport uit 2012: <http://www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archieef/dnbulletin-2012/dnb281705.jsp>.

<sup>5</sup> Deze beleggingsfondsen zijn o.a. obligatie- en hypotheekfondsen en deelnemingen in andere beleggingsfondsen (fund-of-funds). Openeind beleggingsfondsen die alleen in aandelen beleggen, vallen buiten de definitie van schaduwbanken, omdat deze fondsen niet in schuldtitels beleggen. Deze aandelenfondsen zijn zeker niet risicovrij, maar kennen in mindere mate bankachtige risico's zoals liquiditeits- en looptijdtransformatie.

zijn sinds de crisis sterk in (balans)omvang gegroeid, in Nederland zo'n 63% procent. Deze fondsen zouden volgens DNB een potentieel stabiliteitsrisico kunnen vormen. Bij verslechterende marktomstandigheden kan het zijn dat onderliggende stukken onder stress geliquideerd moeten worden, indien meerdere investeerders in deze fondsen hun geld terugvragen, wat de prijs van deze stukken verder onder druk zet. In eerste instantie zijn verliezen voor de investeerders die in deze fondsen beleggen, maar prijsdalingen op financiële markten als gevolg van grootschalige onttrekkingen van beleggers aan beleggingsfondsen kunnen ook tot verliezen voor andere (Nederlandse) financiële instellingen leiden. Daarnaast kan het zo zijn dat moedermaatschappijen (sponsors) liquiditeitssteun zullen willen of moeten verstrekken vanwege bijvoorbeeld reputatierisico's. Openeind beleggingsfondsen vormen daarmee een mogelijk besmettingsrisico.

Securitisatievehikels zijn een tweede categorie binnen het Nederlandse schaduwbankwezen. Securitisaties zijn instrumenten waarin leningen gebundeld zijn, die vervolgens in tranches met verschillend (krediet)risicoprofielen aan investeerders worden verstrekt. Securitisaties speelden een belangrijke rol in de financiële crisis, wat ertoe geleid heeft dat het toezicht op en de regelgeving voor securitisaties reeds is versterkt. Banken kunnen nu alleen securitisaties van de balans halen – en daarmee kapitaal vrijspelen voor het ontplooiën van nieuwe activiteiten – als er een aanzienlijk deel van het kredietrisico overgedragen is aan de investeerder en niet – zoals voor de crisis – alleen de minst risicovolle tranches. Ook is sprake van een retentie-eis, waardoor banken die securitisaties uitgeven hierin zelf altijd een minimaal belang van 5% moeten aanhouden. Hierdoor is het «*moral hazard*» risico afgenomen, doordat uitgevers ook mede de gevolgen zullen blijven dragen wanneer de onderliggende kredieten van securitisaties slechter presteren dan verwacht. Dit heeft als gevolg dat investeerders een lager risico lopen. De Commissie probeert met een recent uitgekomen wetsvoorstel de uitgifte van eenvoudige, transparante en gestandaardiseerde securitisaties te stimuleren. Uw Kamer is hierover recent meermaals geïnformeerd.<sup>6</sup>

Een groot deel van de investeringen in securitisatievehikels in Nederland zijn geconsolideerd op de balans van Nederlandse banken en verzekeraars die deze securitisaties hebben uitgegeven. Aangezien de balansen van banken en verzekeraars onder regulier toezicht staan, vallen deze securitisatievehikels niet binnen de FSB definitie en tellen zij niet mee in de totale omvang van het Nederlandse schaduwbankwezen.<sup>7</sup>

De omvang van securitisatievehikels die niet onder het reguliere Nederlandse toezicht op banken of verzekeraars vallen, en dus wel als schaduwbankwezen worden aangemerkt, is 81 miljard euro. Dit zijn securitisaties die zijn opgezet door buitenlandse partijen en waarin grotendeels door buitenlandse investeerders wordt belegd. Omdat onduidelijk is wat de mate van toezicht in het buitenland is, maken deze buitenlandse securitisatievehikels deel uit van het schaduwbankwezen. Sinds het begin van de crisis zijn deze buitenlandse securitisatievehikels sterk in omvang gedaald. Mede doordat de prudentiële regels voor securitisaties mondiaal zijn aangescherpt, vormen deze buitenlandse securitisatievehikels volgens DNB slechts een beperkt stabiliteitsrisico. DNB volgt de securitisatiemarkt nauwlettend, om de opbouw van mogelijke nieuwe stabiliteitsrisico's vroegtijdig te signaleren en zo nodig maatregelen te treffen.

<sup>6</sup> Zie o.a. Kamerstuk 22 112, nr. 2018.

<sup>7</sup> Dit betekent niet dat deze securitisaties geen risico's kennen, maar dat er zicht op de risico's is vanuit het reguliere toezicht op banken en verzekeraars.

Alternatieve kredietplatforms, zoals *crowdfunding* en kredietunies, brengen kredietvragers in contact met geldverstrekkers en zijn daarom een welkome bron van financiering voor kleine en middelgrote bedrijven. Omdat alternatieve kredietplatforms bankachtige activiteiten ontplooiën en niet onder hetzelfde toezicht staan als banken of verzekeraars, vallen ze binnen de definitie van het schaduwbankwezen. Ook financieringsmaatschappijen verstrekken kredieten en maken soms gebruik van korte termijn financiering. Door hun relatief beperkte omvang vormen alternatieve kredietplatforms en financieringsmaatschappijen volgens DNB vooralsnog geen risico voor de financiële stabiliteit. Desondanks is het volgens DNB van belang dat financieringsmaatschappijen en alternatieve kredietplatforms rapportageverplichtingen kennen, zodat eventuele risico's tijdig kunnen worden opgemerkt.

Crowdfundingplatformen zijn reeds verplicht om tweemaal per jaar een zogenaamd monitoringsformulier in te vullen en op te sturen naar de Autoriteit Financiële Markten (AFM). Het betreft vragen over het platform zelf, zoals omzet en aantal medewerkers en vragen over projecten die via het platform gefinancierd zijn, zoals grootte en vormgeving. Ook bepaalde kredietunies kennen intussen rapportageverplichtingen. Bij het professionaliseren van de markt van alternatieve kredietplatforms past het dat de toezichthouder ontwikkelingen kan monitoren.

#### *Risicobeheersing bij openeind beleggingsfondsen*

In het kader van de beheersing van risico's van schaduwbanken benoemt DNB met name de risico's van openeind beleggingsfondsen. Obligatiemarkten zijn de afgelopen jaren namelijk volatieler geworden, waardoor het liquiditeitsrisico voor openeind beleggingsfondsen is toegenomen.<sup>8</sup> De laatste jaren is tevens een regelgevend kader (verder) ontwikkeld voor beleggingsfondsen, namelijk de richtlijn beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (AIFMD)<sup>9</sup> en de richtlijn instellingen voor collectieve belegging in effecten (UCITS)<sup>10</sup>. Op basis van deze richtlijnen kunnen openeind beleggingsfondsen in het kader van hun eigen liquiditeitsmanagement bepaalde instrumenten inzetten, zoals zogeheten *redemption fees* (heffingen voor klanten die hun ingelegde middelen terugwensen), *liquidity gates* (limieten op uitstroom) of tijdelijke opschorting van de inkoop of terugbetaling van rechten van deelneming om uitstroom te beperken en de risico's van een run te mitigeren.<sup>11</sup>

Voor UCITS-fondsen gelden strikte kwantitatieve eisen voor het liquiditeitsbeheer, beleggingsbeleid, en de *leverage* van het fonds. Op grond van de AIFMD kan de toezichthouder een *leverage*-limiet instellen ter bescherming van de integriteit en stabiliteit van het financiële systeem. Een *leverage*-limiet is een minimale verhouding van het belegd vermogen ten opzichte van het eigen vermogen, waardoor er een eigen vermogen

<sup>8</sup> Zie ook Overzicht Financiële Stabiliteit, DNB, oktober 2015 en de beantwoording van de Kamervragen aangaande «De toegenomen volatiliteit op financiële markten en de risico's voor de financiële stabiliteit» (Aanhangsel Handelingen II 2015/16, nr. 517).

<sup>9</sup> Richtlijn nr. 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen, PbEU 2011, L 174.

<sup>10</sup> Richtlijn nr. 2009/65/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 13 juli 2009 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's) (PbEU 2009, L 302). Deze richtlijn is in 2014 herzien door richtlijn 2014/91/EU van het Europees Parlement en de Raad van 23 juli 2014 tot wijziging van richtlijn 2009/65/EG tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's) wat bewaartaken, beloningsbeleid en sancties betreft (PbEU 2014, L 257).

<sup>11</sup> IOSCO beveelt in «Liquidity Management Tools in Collective Investment Schemes», 17 december 2015, dezelfde instrumenten aan om liquiditeit van beleggingsfondsen te beheersen.

buffer is om verliezen op te vangen. DNB stelt dat om de wenselijke hoogte van een *leverage*-limiet te bepalen, op international niveau, het gebruik van (synthetische) *leverage* in 2016 beter in kaart moet worden gebracht. Ik verwelkom dat DNB een bijdrage levert aan deze internationale discussies, gecoördineerd door de FSB.

Beheerders van openeind beleggingsfondsen moeten al stresstesten uitvoeren om hun liquiditeitsrisico's in kaart te brengen en aan te pakken. Volgens DNB kan verder worden gekeken hoe – binnen het huidige regime – beter gebruik zou kunnen worden gemaakt van stresstesten. Uniform voorgeschreven stresstesten zouden namelijk kunnen bijdragen aan consistentie tussen stresstesten, waardoor risico's beter kunnen worden blootgelegd.

Gezien het mondiale karakter van de financiële markten en het gemak waarmee deze activiteiten naar een andere jurisdictie verplaatst kunnen worden, is internationale coördinatie wenselijk. DNB zet daarom in op verdere internationale ontwikkeling en inzet van beleidsinstrumenten, zoals de hierboven genoemde stresstesten. De FSB faciliteert deze discussie. Ook zal de FSB de komende jaren het mondiale schaduwbankwezen blijven monitoren en «best-practices» voor het mitigeren van risico's in het schaduwbankwezen delen. Op deze manier draagt de FSB bij aan de mondiale versterking van toezichtraamwerken.

### *Conclusie*

Ik verwelkom de analyse van DNB en deel de conclusie dat de omvang van het schaduwbankwezen in Nederland aanzienlijk kleiner is dan op basis van eerder gehanteerde definities leek. Dit neemt echter niet weg dat gezien de aard van de activiteiten en de huidige marktomstandigheden het van groot belang blijft dat potentiële risico's in het schaduwbankwezen geanalyseerd worden en dat daar waar zich excessieve risico's opbouwen, maatregelen worden getroffen.

Tegelijk constateer ik dat er al diverse instrumenten zijn om de risico's van schaduwbanken te beheersen. Vanwege het mondiale karakter van schaduwbanken onderschrijf ik het belang van het in kaart brengen van de risico's op mondiaal niveau en het in internationaal verband ontwikkelen van uniforme stresstesten. Ik deel dan ook de inzet van DNB op de internationale ontwikkeling van beleidsinstrumenten. Lopende Europese initiatieven, onder andere op het gebied van het reguleren van geldmarktfondsen en simpele en transparante securitisaties, dragen eveneens bij aan het verder beheersen van risico's.

De Minister van Financiën,  
J.R.V.A. Dijsselbloem