

PERSBERICHT

Agencyproblemen in de structurele financiering - een gevalsanalyse van Europese CLO's

door Joachim Keller

NBB Working Paper No 137 - Document Series

De huidige onrust op de kredietmarkten heeft een discussie op gang gebracht over de wenselijkheid van effectisering en de levensvatbaarheid van het bankieren aan de hand van het "originate-and-distribute model". Marktwaarnemers maken zich onder meer zorgen over het feit dat de deelnemers langs de verschillende schakels van de effectiseringsketen worden geconfronteerd met problemen op het vlak van stimulansen, ook agencyproblemen genoemd. Dit betekent dat ze niet de juiste prikkels krijgen om voorzichtig te handelen, maar veeleer hun toevlucht trachten te nemen tot zelfbedieningsstrategieën die schadelijk zijn voor beleggers en andere deelnemers in de keten.

Dit artikel spitst zich toe op potentiële agencyproblemen bij de effectisering van hefboomleningen, die de afgelopen jaren een enorme groei vertoonden als gevolg van de hoge vlucht van leveraged buy-outs en het daarmee gepaard gaande ruime aanbod aan hefboomleningen. In het artikel worden met name de agencyproblemen voor het beheer van collateralized loan obligations (CLO's) geanalyseerd. CLO's zijn het belangrijkste type van special purpose vehicles die worden gebruikt bij de effectisering van hefboomleningen, en de beheerders ervan lijken erg vrij te kunnen handelen en oordelen over de invloed op de resultaten. Het artikel is een gevalsanalyse waarin de voorverkoopsrapporten en de prospectussen van Europese CLO's worden onderzocht.

In het artikel worden de verschillende dimensies vastgesteld waarin agencyproblemen kunnen voorkomen. Uit de analyse blijkt dat CLO-beheerders mogelijk ongunstige strategieën aanwenden in verband met de opbouw van de portefeuille, de voortdurende beslissingen over de verhandeling van leningen en de behandeling van in waarde verminderde leningen. Het artikel beschrijft ook de diverse mechanismen die werden ingevoerd om die problemen in te perken en gaat na of ze effectief werken. Hoewel de mechanismen, die structurele voorzieningen, financiële stimuli en reputatiekwesities omvatten, vrij goed zouden moeten werken, brengt de analyse enkele hiaten aan het licht die beheerders ertoe zouden kunnen brengen bepaalde ongunstige strategieën te volgen. Meer bepaald heerst er onzekerheid over de betrouwbaarheid van de beperkingen op het totale portefeuillerisico en over de doelmatigheid van reputatie als disciplinerend instrument. Beide onzekerheden houden verband met de gunstige marktomstandigheden tot de zomer van 2007, die – althans tot nu toe – alle "stress tests" van CLO's en elke differentiatie tussen managers konden voorkomen.

Voorts worden gegevens besproken over CLO-transacties waarbij beheerders een deel van de aandelenranche kopen/aanhouden. Hoewel het vasthouden van de aandelenranche slechts één van de verscheidene mechanismen voor het afstemmen van stimulansen is en niet een algemene vereiste, blijkt uit de analyse dat met agencyproblemen samenhangende factoren kunnen verklaren waarom beheerders in sommige gevallen een deel van de aandelenranche kopen/aanhouden. Met name eerste beheerders en beheerders van een risicovolle transactie zullen vaker een deel van de aandelenranche kopen/aanhouden. Bovendien spelen ook concurrentie-effecten en het verstrijken van de tijd een rol: de resultaten geven aan dat het aandeel van de CLO-transacties waarbij de beheerder een deel van de aandelenranche koopt/aanhoudt, gaandeweg is afgenomen, wat wijst op een mogelijke verslechtering van de kredietverleningscriteria op de markt. Dit resultaat ondersteunt een bevinding van het artikel, namelijk dat de manier waarop agencyproblemen worden aangepakt, in sommige gevallen onderhevig is aan marktcondities.