

PERSBERICHT

Stimulansen en het aanhouden van tranches bij effectisering: een screeningmodel

door Ingo Fender en Janet Mitchell

NBB Working Paper No 177 - Research Series

De huidige financiële crisis, die in 2007 werd veroorzaakt door grootschalige verliezen bij effectisering van subprime hypotheekleningen in de VS, heeft het vertrouwen in alle effectiseringsmarkten aangetast. Een belangrijk punt in deze context is de impact van effectisering op de stimulansen van de instellingen die deelnemen aan deze activiteit; een instelling die leningen verstrekt en ze vervolgens via effectisering verkoopt aan beleggers, wordt mogelijk onvoldoende gestimuleerd om de potentiële kredietnemers op gepaste wijze te screenen. De kredietmaatstaven kunnen verslechteren en de beleggers in de effectisering kunnen grotere verliezen oplopen dan verwacht.

Een voorstel dat weerklank heeft gevonden, is het verplichten van de originator om een gedeelte van zijn effectisering aan te houden teneinde zijn belangen te laten sporen met die van de beleggers. In dat verband is vaak gepleit voor het aanhouden van de equity tranche (of first-loss tranche) door de originator, aangezien de houder van de equity tranche de eerste verliezen in de portefeuille draagt. Op dit ogenblik wordt overwogen om via de Europese wetgeving de originators te verplichten 5 pct. van hun effectisering aan te houden. De originators kunnen de specifieke vorm van deze aanhouding kiezen uit een lijst met alternatieven, waaronder het aanhouden van een gedeelte van de portefeuille (ook "verticale doorsnede" genoemd) of van de equity tranche.

Deze paper levert een bijdrage tot de beleidsdiscussie door na te gaan wat de invloed is van verschillende vormen van het aanhouden van effectisering op de keuze van de originator om een dure inspanning te leveren teneinde kredietnemers te screenen. Onderzocht wordt of sommige vormen van aanhouding leiden tot grotere screeningsinspanningen dan andere en in welke omstandigheden. Drie potentiële vormen worden geanalyseerd: de originator houdt een gedeelte van de portefeuille aan; de originator houdt de equity tranche aan; de originator houdt de mezzanine tranche aan in plaats van de equity tranche. De mezzanine tranche van een effectisering lijkt op achtergestelde schuld voor een bedrijf en komt in de betalingsprioriteit vlak voor de equity tranche. Tot dusver is het in de praktijk niet vaak voorgekomen dat originators de mezzanine tranche van effectisering aanhouden.

Uit de analyse blijkt dat verschillende vormen van aanhouding voor de originator uiteenlopende stimulansen creëren om kredietnemers te screenen. Meer specifiek is de equity tranche niet altijd de meest effectieve manier om de originator ertoe aan te zetten een grote screeningsinspanning te leveren. Als bijvoorbeeld een conjunctuurdaling waarschijnlijk is en als de portefeuillev verliezen tijdens een conjunctuurdaling groot genoeg zouden zijn om de equity tranche uit te putten, zodat de houder van de equity tranche geen betaling zou ontvangen, dan zal de originator die de equity tranche aanhoudt minder geneigd zijn om de kredietnemers te screenen. In dat geval zou het aanhouden van een mezzanine tranche of een gedeelte van de portefeuille kunnen leiden tot een grondiger screening, hoewel het aangehouden portefeullegedeelte over het algemeen vrij groot zou moeten zijn om zowel de mezzanine tranche als de equity tranche te domineren. Als daarentegen een opleving van de conjunctuur wordt verwacht of als de equity tranche voldoende groot is om tijdens een neergang niet te worden uitgeput, zal de equity tranche effectiever zijn dan het portefeullegedeelte of de mezzanine tranche.

Deze resultaten tonen aan dat de optimale hoeveelheid en vorm van de aanhouding sterk afhangen van de aard en de kenmerken van de specifieke effectiseringstransactie en van het stadium van de conjunctuurcyclus. Er bestaat met andere woorden geen eenvormige oplossing voor effectiseringsaanhouding. Bovendien kan de verplichting voor de originator om een bepaald gedeelte van de effectisering aan te houden in sommige gevallen te zwak zijn en in andere gevallen te sterk. Een te geringe aangehouden hoeveelheid zal leiden tot te weinig screening door de originator, terwijl een te grote aangehouden hoeveelheid effectivering te duur kan maken, wat uiteindelijk kan resulteren in een daling van

de kredietverstrekking. Tot slot, en los van elke officiële aanhoudingsverplichting, zou de verplichte bekendmaking door de originator van de hoeveelheid en de vorm van aanhouding voor iedere effectiseringstransactie zowel beleggers als toezichthouders in de mogelijkheid stellen om uit te maken of voor een bepaalde transactie de gepaste keuzes werden gemaakt.