



Eendracht maakt macht

Auteur(s):

Taner, B.

De auteur is werkzaam bij de directie Buitenlandse Financiële Betrekkingen van het ministerie van Financiën

B.Taner@minfin.nl

Verschenen in:

ESB, 87e jaargang, nr. 4376, pagina 690, 27 september 2002

Rubriek:

Uit de vakliteratuur

Trefwoord(en):

financiële, markten

In december 2001 heeft Argentinië zijn aflossings- en rentebetalingen opgeschort. Iedereen is het erover eens dat de Argentijnse schuld momenteel onhoudbaar is, maar het proces van schuld-herstructurering is nog steeds niet goed op gang gebracht. Dit heeft onder andere te maken met de diversiteit van de crediteuren en de angst voor tegenstribbelende crediteuren die de overeenkomst tussen het debiteurland en de meerderheid van de crediteuren dwarsbomen (liftersgedrag). Een concreet voorbeeld hiervan is Peru, dat in 1997 bezig was met een schuldherstructurering. Een zogenaamde 'giercrediteur' (vulture fund) had schuldtitels van de Peruaanse overheid op de tweedehands markt tegen een lage prijs gekocht en eiste later via de rechtbank volledige terugbetaling.

Op dit moment wordt in internationaal verband een tweesporenbeleid gevolgd om te komen tot een meer ordentelijke herstructurering voor crisislanden. Ten eerste is er de internationale faillissementswetgeving voor soevereine landen (zoals in november 2001 voorgesteld door het imf), die door een inter-nationaal verdrag geïmplementeerd zou moeten worden. Ten tweede wordt er onderzoek gedaan door het imf, de G7 en de G10 om het gebruik te stimuleren van zogenoemde collective action clauses (cac's). Dit tweesporenbeleid zal tijdens de najaarsvergadering van het imf op 28 september aanstaande besproken worden.

In essentie komt een cac erop neer dat houders van een specifiek obligatiecontract makkelijker met het debiteurland tot een herstructurering van de betalingsvoorwaarden kunnen komen. Door een cac als voorwaarde in het obligatiecontract op te nemen wordt een tegenstribbelende minderheid van obligatiehouders gebonden door besluiten van de meerderheid (crediteuren coördinatieprobleem).

Cac's roepen veel weerstand op in opkomende markten en de particuliere sector. Volgens landen die tot de opkomende markten worden gerekend hebben cac's een prijsverhogend effect. De particuliere sector is bang dat herstructurering van een specifiek obligatiecontract makkelijker zal worden. Het debiteurland kan samen met de meerderheid van de crediteuren de betalingscondities veranderen, ook al is een minderheid hiermee niet akkoord (moreel risico).

Als onderdeel van een breder onderzoek proberen Eichengreen en Mody te achterhalen of het gebruik van cac's gevolgen heeft voor de risico-opslag (spread) van een obligatie¹. Ze kijken naar obligatiecontracten uitgegeven volgens het recht van New York (waar cac's niet worden opgenomen in de voorwaarden van obligatiecontracten) en het recht van het Verenigd Koninkrijk (waar cac's wel worden gebruikt). Volgens cijfers van Capital Data is in de opkomende markten tussen 1990 en 2000 30,6 procent van de obligatiecontracten uitgegeven onder het recht van het Verenigd Koninkrijk en 27,5 procent onder het recht van New York. De rest wordt vooral uitgegeven onder Duits en Japans recht.

In hun onderzoek onderscheiden Eichengreen en Mody vier categorieën van landen. Deze indeling loopt op van landen met een lage kredietwaardigheid (tussen de nul en dertig op de schaal van Institutional Investor) tot landen met de hoogste kredietwaardigheid (van meer dan zeventig op deze schaal).

De auteurs komen tot de conclusie dat de opname van cac's in obligatiecontracten een hogere risico-opslag met zich meebrengt voor landen met een lage inschaling (kredietcategorie nul tot vijftig). Daarentegen laten landen met een hoge kredietwaardigheid (boven de vijftig) een lagere risico-opslag zien als ze cac's opnemen in hun obligatiecontracten.

De gedachte achter deze conclusie is dat de kans op het niet naleven van de betalingsverplichtingen op de uitstaande schuld voor landen die een lage kredietwaardigheid hebben groter is dan voor landen met een hogere kredietwaardigheid. Marktpartijen zullen daardoor een hogere risico-opslag eisen van deze landen als ze 'onderhandelingsvriendelijke' obligaties hebben (met cac's dus) omdat ze dan minder prikkels zouden hebben om goed beleid door te voeren.

De kans dat een land met een hoge kredietwaardigheid insolvent wordt is heel klein. Zulke landen kunnen wel in een betalingscrisis komen vanwege tijdelijke liquiditeitsproblemen. Daarom is het belangrijk dat er 'makkelijk' geherstructureerd kan worden (door bijvoorbeeld een langere looptijd) om een 'lange pauze' in de aflossings- en rentebetalingen te voorkomen. Dit verklaart de verlaging van de risico-opslag voor deze landen.

Eichengreen en Mody tonen aan dat cac's een nuttig instrument zijn dat kan bijdragen aan een ordentelijke herstructurering en een betere allocatie van kapitaal, omdat cac's de disciplinerende werking van de markt versterken vanwege betere prijsdifferentiatie. Daardoor

wordt goed beleid beloond met lagere spreads. De particuliere sector kan hier ook voordeel bij hebben. De weerstand van de opkomende markten is begrijpelijk, maar een betere werking van de kapitaalmarkten is ook in het voordeel van die landen. Vanuit deze gedachte hebben de ministers van Financiën van de Europese Unie tijdens de informele Ecofin op 7 september te Kopenhagen besloten om cac's op te nemen in obligatiecontracten uitgegeven onder buitenlands recht.

1 B. Eichengreen en A. Mody, Bail-ins, bailouts, and borrowing costs, imf staff papers, nr. 47, blz. 155-187.

Copyright © 2002 - 2003 Economisch Statistische Berichten (www.economie.nl)