

Exportkredietgaranties van de overheid

Kort geleden werd bekend dat vorig jaar f. 909 mln. verlies is geleden op de herverzekering van exportkredieten door de staat, voornamelijk voor leveringen aan Argentinië (zie bij voorbeeld *de Volkskrant*, 4 februari 1986, blz. 2). Daardoor is de kwestie van garantieverlening door de overheid als

economische activiteit opnieuw in discussie gekomen. Het is niet de eerste keer dat deze garantieverlening ter discussie staat (zie bij voorbeeld *NRC-Handelsblad*, 4 oktober 1984). Ook in de *Miljoenennota 1985* wordt uitgebreid ingegaan op het probleem van de forse en vaak onvoorziene schades

(blz. 91) in het kader van door de overheid verleende garanties.

In dit artikel willen wij trachten wat dieper op deze problematiek in te gaan tegen de achtergrond van de moderne financieringstheorie. Essentieel in deze theorie is, dat risico gezien wordt als een verhandelbaar goed, waarvan men eenduidig de waarde kan vaststellen (1). Het innemen van posities waaraan een risico verbonden is, houdt dan in feite in dat men het goed 'risico' aan het verhandelen is, dat wil zeggen inkoopt of verkoopt. Nu mag men in het algemeen van de goederenhandel geen al te grote resultaten verwachten als men niet concurrerend kan werken, dat wil zeggen systematisch voordeliger kan inkopen, duurder kan verkopen of met lagere kosten kan werken dan anderen. Vluggier nog zal men zijn onderneming beëindigd zien als men goederen verhandelt waar eigenlijk helemaal geen markt voor bestaat!

Wanneer wij deze ideeën toepassen op de overheid in haar functie als draagster van exportkredietrisico leidt dit tot de volgende concrete vragen:

- Bestaat er wel een markt voor exportkredietrisico?;
- Zo ja, is de overheid dan in staat om concurrerend op deze markt te opereren?
- Zo nee, waarom bestaat deze markt niet?
- En, in dit laatste geval, is het wel gewenst dat de overheid door haar garantieverlening deze markt creëert?

Als gevolg van de grote verliezen wordt in de *Miljoenennota 1985* een aantal maatregelen aangekondigd die tot doel hebben de budgettaire gevolgen van garantieverlening door de overheid beheersbaar te maken (2). Een nadere beschouwing van de daar voorgestelde maatregelen aan de hand van de hierboven gestelde vragen doet bij ons de vraag rijzen of men daarmee inderdaad op weg is naar een beheersing van de verliezen die op de garantieverlening worden geleden. Wij vrezen van niet. Eerder denken wij dat het probleem verergerd zal worden omdat de uitgangspunten van het voorgestelde beleid niet consistent zijn met de doeleinden die men wenst te bereiken.

Zijn de tegenvallers ook werkelijk verliezen?

Alvorens nader op het probleem in te gaan dient de vraag gesteld te worden of het feit dat er verliezen worden geleden, op zich zelf beschouwd, aanleiding kan zijn om het beleid te veranderen. Afgaande op het negatieve resultaat van f. 909 mln. dat in het kader van de exportfinanciering behaald is, lijkt dit een overbodige vraag. Het is echter zo dat het verlies – althans voor een deel – niets te maken heeft met het economisch rendement van het verzekeren van de export, maar eerder met

de wijze van vaststelling van het resultaat. Er wordt volgens bepaalde boekhoudkundige conventies vastgesteld dat er verlies is geleden, maar dat wil niet zeggen dat de activiteit economisch gezien een negatief rendement heeft. Dit komt omdat het economisch rendement niet bepaald wordt door de (willekeurige) wijze van toerekening van winsten en verliezen aan een bepaald tijdvak, bij voorbeeld een jaar, maar bepaald wordt door alle verwachte winsten en verliezen die met de activiteit gerealiseerd kunnen worden. In het bijzonder wanneer het resultaat sterk afhankelijk is van toevallige gebeurtenissen, zoals bij voorbeeld politieke risico's, zal het verlies- en winstpatroon per jaar een grillig verloop kunnen vertonen. Slechts wanneer de activiteit over een langere periode wordt gezien, kunnen aan de jaarlijkse verlies- en winstcijfers indicaties over het werkelijke economische rendement worden ontleend.

Onvoorziene risico's

In de *Miljoenennota 1985* wordt gesteld dat het optreden van *onvoorziene* schades de aanleiding tot bezinning op het verlenen van garanties is geweest. Onvoorziën kan echter op twee verschillende manieren geïnterpreteerd worden, met verschillende gevolgen voor het te voeren beleid.

Ten eerste kunnen de verliezen het gevolg zijn van incidentele factoren die van te voren onmogelijk te voorzien zijn geweest. Dit betekent dat je dan ook geen rekening kunt houden met deze verliezen (of winsten) bij de bepaling van de premie voor de garantie. Immers, hoewel de premie van te voren bekend moet zijn, kan slechts achteraf worden nagegaan of de schade mee- of tegenvalt; maar het is niet gebruikelijk – en in wezen strijdig met het idee van risicodeling waarop verzekeringen zijn gebaseerd – dit verschil met de verzekerde te verrekenen. Dus, bij de vaststelling van de premie kan alleen met verwachte schade, dat wil zeggen met de systematiek daarin, rekening worden gehouden. Dit denkbeeld is rechtsreeks ontleend aan de portefeuilletheorie uit de financieringstheorie: afgezien van eventuele transactiekosten die gepaard gaan met poolvorming zal voor niet-systeematische risico's (incidentele mee- en tegenvallers) geen premie bestaan.

Moge er dan in de markt geen waarde worden toegekend aan niet-systeematisch risico, uit de *Miljoenennota* en de recente mededelingen van de overheid blijkt dat incidentele tegenvallers wel degelijk belangrijk worden gevonden. De reden voor deze tegenstelling is, dat de marktprijzen zijn gebaseerd op zo goed mogelijk gespreide risico's, terwijl van enige bewuste spreiding van het kredietrisico door de overheid geen sprake lijkt te zijn.

Men kan dan ook betogen dat, in-

dien met onvoorziën bedoeld wordt onvoorspelbaar, het beleid zich zou moeten richten op een betere spreiding van de aangegane risico's, waarbij als uitgangspunt moet dienen de mate waarin de verzekerde risico's met elkaar samenhangen. De markt voor herverzekering, zoals die door particuliere verzekeringsinstellingen in stand wordt gehouden, kan hierbij mogelijk goede diensten bewijzen.

Over de mate van samenhang van risico's zegt de *Miljoenennota* niets, maar het zou ons niet verbazen als de verzekerde risico's in sterke mate positief samenhangen waardoor de waarde van het totale risico van de overheid veel groter is dan bij een goed gespreide portefeuille het geval zou zijn. In een dergelijk geval wordt met uitbreiding van de verzekeringsactiviteiten juist het tegenovergestelde bereikt van wat je gehoopt had: het totale risico wordt groter in plaats van kleiner!

De tweede interpretatie van onvoorziene schade is dat onvoorziën dikwijls slechts een eufemisme is voor het niet of althans in onvoldoende mate rekening houden met de mogelijkheid van schade. Bij het verlenen van de garantie is men er mogelijk ten onrechte van uitgegaan dat er geen schade te verwachten was. Dit leiden wij af uit het feit dat voor sommige vormen van garantieverlening eigenlijk geen sprake is van een prijs in economische zin (zie b.v. blz. 94 van de *Miljoenennota 1985*). Immers als noch aan de verzekerde een vergoeding wordt gevraagd noch het bedrag van de verwachte schade op enigerlei wijze expliciet wordt gemaakt dan houdt dat in dat blijkbaar de kans op schade verwaarloosbaar klein wordt geacht. Het alternatief: bewuste missschatting van de *garantiesteller*, (i.c. de overheid) gepaard gaande met de kans op zeer grote niet af te wentelen claims laten wij hier buiten beschouwing.

Het behoeft verder geen betoog dat, zodra er ook maar een indicatie is van schademogelijkheid, er geen markt zal bestaan voor het verhandelen van dergelijke op geen enkele wijze gelimiteerde risicodragende posities, eenvoudigweg omdat de marktpartijen nooit tot een voor beiden bevredigende prijs zullen komen. Als er dan toch garantieverlening plaatsvindt is de 'onvoorziene schade' dus een gevolg van een systematisch verkeerde taxatie van de waarde van de garantie en de daarmee samenhangende te verwachten schade.

1) Een overzicht van de stand van zaken op het gebied van de financiële theorie verscheen enige tijd geleden in *ESB*, 9 mei 1984, blz. 420-425. De prijs van risico, W.M. van den Bergh, G.J. Ruizendaal en R.E. Wessels.

2) Volgens tabel 11.3 van de *Miljoenennota 1985* (blz. 186) gaat het om globaal f. 1 mrd. in 1983, en om f. 1,3 mrd. in 1984. Bij dat laatste getal is geen rekening gehouden met het (destijds mogelijke en nu definitieve) verlies uit hoofde van de vordering van Boskalis op Argentinië.

De waarde van garanties

De waarde van een garantie is in theorie gemakkelijk aan te geven als: het verschil tussen de verwachte opbrengst van een transactie *zonder* garantie en de verwachte opbrengst van dezelfde transactie *met* garantie; maar hoe je dat bedrag in de praktijk zou moeten bepalen is niet zo eenvoudig aangezien de benodigde gegevens niet altijd voor handen zijn. Wel zijn er indicaties dat garanties soms als zeer waardevol worden beschouwd. In de Miljoenennota wordt zelfs gesteld dat in sommige gevallen, zonder de overheidsgarantie, de transactie niet eens door zou gaan (*Miljoenennota 1985*, blz. 91). Als we dat letterlijk geloven dan is in dat geval de waarde van de garantie zelfs oneindig groot.

Een benaderende methode om achter de waarde van de garanties te komen is om aan te grijpen bij gerealiseerde verliezen (schade minus premies) uit het verleden en dit te relateren aan het uitstaande bedrag aan garanties. Op deze manier kan men komen tot een indicatie van de verwachte gemiddelde schade per uitstaande gulden garantie. Als in de Miljoenennota gesproken wordt van gemiddeld kostendekkende premies (zie blz. 94 en 95) dan lijken de gedachten van het kabinet in deze richting te gaan.

Hieraan kleeft echter een principiële bezwaar: degene die gebruik wil maken van een garantie gaat niet uit van de gemiddelde verwachte schade, maar van de schade die hij zelf verwacht. De garantie is voor hem alleen interessant indien de premie lager is dan de verwachte schade. Dit betekent dat gebruik maken van historische verliescijfers nooit tot kostendekkende premies kan leiden omdat verandering van de premie de vraag naar garanties beïnvloedt en wel zodanig dat na aanpassing van de premie de overheid alleen garanties verstrekt aan degenen voor wie die garanties rendabel zijn. Dit betekent dat het dan voor de overheid ook na premie-aanpassing nog steeds niet rendabel is om garanties te verstrekken.

Om aan dit bezwaar tegemoet te komen zou de overheid inzicht moeten hebben in de schade waarmee de vragers van de garantie zelf rekening houdt. Een manier om er achter te komen is de premie afhankelijk te stellen van een door de garantievragers zelf te bepalen eigen risico. Dit vereist een soort 'trial and error'-methode, maar het schijnt in de praktijk goed te werken.

Behalve het streven naar een gemiddeld kostendekkende premie – hoe die ook wordt bepaald – wil het kabinet het verlies van garantieverlening gaan beperken door een andere vorm van risicodeling in te voeren. Het betreft hier een idee om schade ontstaan uit garanties te delen met degene jegens wie de overheid de garantie verstrekt heeft, bij voorbeeld een bank.

Hiermee hoopt het kabinet dat banken en andere intermediairs voorzichtiger zullen worden bij het aandraagen van garantie-aanvragen, sterker nog: „Een *onvermijdelijk* gevolg zal zijn dat zeer grote risicogevallen min of meer automatisch zullen afvallen, aangezien de potentiële kredietverstrekker zich, in geval hij ook zelf een deel van het risico draagt, aan dergelijke activiteiten niet zal wagen”. (*Miljoenennota 1985*, blz. 94, cursivering W.M. v.d. B. en R.E.W.).

Bij dat onvermijdelijke kunnen de nodige vraagtekens worden gezet. Slechts wanneer je de intermediairs van kwade trouw beticht kan je denken dat zoiets onvermijdelijk is. Immers, alleen wanneer de intermediairs met zekerheid zouden weten dat de risico's die zij op de staat af wentelen onvermijdelijk tot verliezen zullen leiden, kan er sprake zijn dat het gemiddelde risico zal dalen. Nogmaals, dat is alleen het geval als de intermediair van te voren zou weten welke risico's hij op de overheid afschuift.

Als wij er echter vanuit gaan dat de intermediair – evenals de overheid – alleen op het gemiddelde gerealiseerde verlies kan afgaan houdt risicodeling in, dat de intermediairs het gemiddeld verwachte verlies in hun tarieven zullen gaan verwerken. Met andere woorden, hetzelfde effect zal optreden als reeds eerder werd besproken: een verhoging van de vergoeding voor het stellen van een garantie die gebaseerd is op het gemiddelde verlies leidt slechts tot een verhoging van de risico's, waarbij het nagestreefde evenwicht tussen premies en schades nog steeds zoek blijft.

Ook hier kan het invoeren van een premie gebaseerd op een door de intermediair zelf gekozen eigen risico soelaas brengen, waarbij wel de eenvoud van de door het kabinet voorgestelde maatregel (een bepaald percentage eigen risico) moet worden prijsgegeven, aangezien essentieel is dat het eigen risico zelf bepaald wordt. Pas dan worden de intermediairs gedwongen om de benodigde informatie voor de evaluatie van het te lopen risico te vergaren. In de financieringstheorie spreekt men van efficiënte prijzen als daarin de relevante informatie is verwerkt. Men zou kunnen stellen, dat op de door ons gesuggereerde manier een efficiënte prijsvorming voor het te verzekeren risico wordt gewaarborgd.

Conclusies

Samenvattend kan worden gesteld dat de voorstellen van het kabinet om de problemen rondom het verlenen van garanties gebaseerd zijn op een gebrekkige analyse van de aard van de problemen. Het verschil tussen systematische en incidentele risicofactoren wordt nergens genoemd; nergens vraagt men zich af in welke mate de risico's van verstrekte garanties samenhangen en op welke wijze het totale ri-

sico daardoor beïnvloed wordt; men is zich niet bewust van het probleem van asymmetrische informatie: degene die een garantie vraagt is beter op de hoogte van zijn kans op schade dan degene die de garantie moet verstrekken.

Daar komt nog een aantal problemen bij die hier onbesproken zijn gebleven maar die wel belangrijk kunnen zijn. We zagen bij voorbeeld, dat het kabinet politieke risico's slechts wil dekken tegen in principe kostendekkende premies, maar hoe gaat dat in zijn werk? Wij vermoeden, dat hierop geen bevredigend antwoord te geven zal zijn, of dat zal moeten blijken dat, wat men politieke risico's noemt, eigenlijk risico's zijn die samenhangen met economische factoren. Hangen bij voorbeeld de problemen met Argentinië niet samen met de ontwikkeling van de dollarrente? Maar, kan men de ontwikkelingen rond de dollar wel voorstellen? Zo ja, hoe kan men dan een project van f. 2,25 mrd. in dekking nemen? Zo niet, wat is dan een kostendekkende premie voor deze transactie? Met andere woorden, men creëert een markt die, als prijsvorming inderdaad onmogelijk is, uit zich zelf nooit zou ontstaan.

Is het een goede zaak dat deze, in economische zin onmogelijke markt door de overheid wordt geschapen? De bedoelingen zijn goed: het verlies moet beheerst worden, c.q. er moet zichtbaar gemaakt worden welke bedragen zijn gemeoid met het vervangen van directe uitgaven door het stellen van garanties. De uitwerking schiet te kort omdat de geboden analyse gebrekkig is. Het idee om het prijsmechanisme regulerend te laten optreden (*Miljoenennota 1985*, blz. 92) is prima maar dan moet men de markt wel de juiste prikkels geven. In de huidige voorstellen is dat beslist niet het geval. Het lijkt een goede zaak om zich te bezinnen op de werkelijke waarde, die verbonden is met het instandhouden van de markt waarop kredietrisico's worden verhandeld in hun bestaande vorm. Daarna kan de afweging plaatsvinden of men deze waarde, gezien de daarmee samenhangende druk op het overheidsbudget, voldoende vindt.

W.M. van den Bergh
R.E. Wessels

De auteurs zijn verbonden aan de vakgroep Financiering en Belegging van de Economische Faculteit, Erasmus Universiteit Rotterdam en het Centrum voor Onderzoek van Financiële Markten.