

Samenvatting van RBA scriptie: “Signed, sealed, delivered: Does foreign governing law affect the yield of eurozone sovereign bonds?”

Auteur
Kim Liu¹

Staatsobligaties staan bekend om een laag beleggingsrisico. Dit is vanwege de hoge mate van liquiditeit, de eenvoudige structuur en de hoge waarschijnlijkheid van stipte en volledige terugbetaling van coupon en aflossing. Toch blijkt dat staatsobligaties een tot voor kort onderbelicht risico bevatten. Zo is het in Europa pas sinds de recente schuldencrisis duidelijk geworden dat staatsobligaties verre van risicovrij zijn. Door de herstructurering van Griekse staatsobligaties is tevens het besef gegroeid dat de bewegingsvrijheid van overheden veel ruimer is dan van normale schuldemittenten.

In het uiterste geval kan een overheid, in dit geval Griekenland, zelfs de onderliggende nationale wet aanpassen waardoor de rechtspositie van staatsobligatiehouders met een penne-streek veranderd wordt. Investeerders zijn daarom de kleine lettertjes in de prospectus gaan lezen om te weten wat zijn of haar contractuele rechten in het geval van een soevereine wanbetaling zijn. Maar worden investeerders daadwerkelijk extra beloond als zij bloot staan aan een hoger juridisch herstructureringsrisico?

Om deze vraag te beantwoorden wordt in mijn onderzoek een dataset gebruikt van in euro gedomineerde staatsobligaties met een vaste coupon, uitgegeven door landen in de eurozone, gedurende de periode 2011 – 2015. Effectieve rendementen van staatsleningen werden opgenomen mits de uitgever zowel obligaties uitgaaf onder binnenlands recht als onder buitenlands recht. Daarnaast zijn voor elk van de staatsobligaties specifieke variabelen vastgesteld (zoals resterende looptijd, coupon, uitstaand volume, bied/laat spread en rating). Met behulp van een panel data regressie is vervolgens voor 2 subsets getest of er een significant verschil in effectief rendement bestaat tussen leningen uitgegeven onder binnenlands en buitenlands recht. Volgens de algemeen geaccepteerde theorie zouden investeerders (in met name periodes van stress) namelijk een hogere vergoeding eisen voor staatsobligaties uitgegeven onder binnenlands recht. De reden hierachter is dat de contractuele voorwaarden van deze lenin-



gen door een wetwijziging eenzijdig door de overheid aangepast kunnen worden. Dit in tegenstelling tot uitgifte onder buitenlands recht.

Onder de eerste test spitst het onderzoek zich op alle uitstaande in aanmerking komende staatsobligaties voor de periode 2011 – 2015. Over het algemeen genomen zijn de uitkomsten in lijn met resultaten van eerdere schaars beschikbare onderzoeken. De regressie resultaten laten zien dat de variabelen resterende looptijd, coupon en bied/laat spread statistisch significant zijn en dat zij, zoals verwacht, een positieve relatie hebben met de afhankelijke variabele effectief rendement. Echter voor de belangrijkste dummy variabele die specifiek kijkt naar het toegepaste recht, zijn de statistische resultaten gemengd en niet significant. Dit betekent dat investeerders dus niet aantoonbaar een significant hogere vergoeding verlangden voor obligaties uitgegeven onder binnenlands recht.

Een mogelijke reden waarom mijn onderzoek tegenstrijdige resultaten oplevert, is dat de mate van stress in vergelijking met eerdere onderzoeken lager is. Deze publicaties gebruikten gegevens van onder meer de schuldencrisis. In mijn dataset verbeterde het marktsentiment drastisch door het agressieve monetaire beleid van de Europese Centrale Bank. Zo vonden de befaamde “whatever it takes” belofte van ECB-president Draghi, de aankondiging van het OMT-programma

en het aanloopeffect van het zogeheten QE-programma plaats. Een tweede reden is een verschil in het gebruik van de statistische methode. Tot slot is er een derde verklaring. De dataset van mijn onderzoek gebruikt strengere selectiecriteria met als doel om meer homogene obligaties te identificeren. Dit heeft ten gevolge dat de gebruikte dataset kleiner is. Het valt bovendien niet uit te sluiten dat eerdere onderzoeken abusievelijk bepaalde obligaties met uiteenlopende karakteristieken met elkaar vergeleken hebben. Het is onduidelijk wat de invloed is geweest op die onderzoeksresultaten indien dit het geval was.

De tweede test richt zich op alle nieuw uitgegeven staatsobligaties vanaf januari 2013 tot eind 2015. Vanaf 2013 zijn alle nieuwe staatsobligaties voorzien van het Model CAC. CAC staat voor Collective Action Clause en bestaat uit een set van juridische proviesies die ervoor zorgen dat er in geval van herstructurering geen unanimititeit van alle obligatiehouders is vereist om bepaalde voorwaarden te veranderen. Het Model CAC is samengesteld door de Europese Commissie en bevat identieke voorwaarden die gelden voor alle overheden in de eurozone. Door de hogere homogeniteit van deze nieuwe groep obligaties zouden vanuit een theoretisch oogpunt de onderzoeksuitkomsten robuuster moeten zijn. Bovendien is deze onderzoeksopzet nog niet eerder gebruikt. Echter, de resultaten zijn tegen intuïtief en blijken niet statistisch significant te zijn. Door de nog strengere criteria wordt de dataset kleiner, daarnaast blijken de uitkomsten onderhevig te zijn aan positieve seriële autocorrelatie. Dit betekent dat deze uitkomsten met voorzichtigheid behandeld moeten worden. Desondanks beargumenteert mijn onderzoek dat deze nieuwe methode vanwege de hogere homogeniteit in de toekomst alsnog zou moeten prevaleren. ■

Literatuur

- Clare, A. and Schmidlin, N., (2014), The impact of foreign governing law on European government bond yields.
- Chamon, M., Schumacher, J. and Trebesch, C., (2014), Foreign law bonds: Can they reduce sovereign borrowing costs.

Noot

- ¹ Kim Liu MSc RBA is Senior Rates Strategist bij ABN AMRO.