



11.11.11

VECHT MEE TEGEN ONRECHT

11.DOSSIER

# KOSTE WAT HET KOST?

Een analyse van de schulden van landen in het Zuiden aan Belgische financiële instellingen.



# INHOUD

Samenvatting	3
Introductie	5
Deel 1: Waarom zijn schulden aan private kredietverleners zo problematisch?	7
Deel 2: Schulden aan private kredietverleners in de praktijk: Senegal en Peru	14
Deel 3: De link met Belgische private crediteurs	20
Deel 4: Wat moet er gebeuren?	26
Bijlagen	30

## COLOFON

Een gezamenlijke publicatie van 11.11.11, CADTM, Entraide & Fraternité, Fairfin en Oxfam België, gecoördineerd door 11.11.11 • juni 2021. Belangrijke delen van het rapport zijn gebaseerd op een onderzoek uitgevoerd door Profundo.

**Redactie:** Femmy Thewissen (11.11.11), Jameson A. Mencías V. (Latindadd) (case Peru)

**Met dank aan:**

- Alejandra Alayza en Armando Mendoza (Oxfam in Peru), Khar Ndiaye et Thialy Faye (Oxfam in Senegal), Louis-Nicolas Jandeaux (Oxfam France) en Aurore Guieu (Oxfam België) voor hun ondersteuning in het uitwerken van de landencases.
- de leden van de werkgroep schulden, Aurore Guieu (Oxfam België), Anaïs Carton (CADTM), Renaud Vivien (Entraide & Fraternité), Leïla Oulhaj (CNCD-11.11.11), voor hun input.
- Ward Warmerdam (Profundo) voor het geleverde onderzoek en waardevolle input over het aandeel 'Belgische' financiële instellingen.

**Eindredactie:** Jan De Mets • **Vormgeving:** Bart Missotten • **Foto cover:** © Dave Rushen / Belgaimage

**Verantw. Uitgever:** Els Hertogen, Vlasfabriekstraat 11, 1060 Brussel

# SAMENVATTING

Om publieke diensten te financieren, hebben overheden middelen nodig. Eén manier om aan middelen te komen, is geld lenen. Landen in het globale Zuiden hebben zo leningen lopen bij andere overheden, bij multilaterale instellingen en bij private kredietverleners, zoals banken en andere investeerders.

In dit rapport bespreken we de problematiek van schulden van landen in het globale Zuiden aan private kredietverleners. We focussen op financiële instellingen die zelf in obligaties investeren of die obligaties onderschrijven. We schetsen hoeveel van de schulden van 93 lage- en middeninkomenslanden verschuldigd zijn aan financiële instellingen actief in België.

## DE PROBLEMEN MET SCHULDEN AAN FINANCIËLE INSTELLINGEN

De coronacrisis sloeg toe op een moment dat landen in het globale Zuiden al met een onhoudbare schuldenlast kampten. Bovendien veranderde de aard van de schuldenlast van landen in het globale Zuiden sterk het afgelopen decennium. Het rapport gaat dieper in op de recente evoluties in de schuldstructuur van landen in het globale Zuiden aan private kredietverleners en waarom die zo problematisch zijn, in het bijzonder in tijden van crisis.

- **Private crediteurs waren het afgelopen decennium in opmars.** Terwijl officiële ontwikkelingshulp stagneerde en investeerders na de financiële crisis op zoek gingen naar meer winstgevendende investeringen, werd het uitgeven van obligaties op internationale markten een interessante financieringsbron voor tal van landen in het Zuiden en een winstgevendende investering voor private financiers.

- Opmerkelijk en kwalijk is het **gebrek aan transparantie** over wie aankoper of eigenaar is van obligaties van landen in het Zuiden, waardoor een effectieve schulderstructurering erg moeilijk wordt.
- Voor overheden in het Zuiden, en dan voornamelijk lage inkomenslanden, betekenen hun eerste stappen op de internationale financiële markten dat ze sterk **afhankelijk werden van de evoluerende dynamieken op die markten**, zoals de beschikbaarheid van internationale financiering, de wijzigingen in de risico-appetijt van mondiale kredietverstrekkers en de hoge interestvoeten.
- **Er is een verband tussen de toenemende schuldenlast en de daling van de overheidsuitgaven voor publieke diensten.** Het aandeel schulden aan private crediteurs speelt daarin een versterkende rol. Zo blijkt bijvoorbeeld uit ratings over schulden nood dat het risico daarop groter was voor landen die op de financiële markten staatsobligaties uitgaven.
- De schuldverlichtingsinitiatieven die tijdens de crisis genomen werden, zijn ruim onvoldoende. Bovendien vereisen ze **geen verplichte deelname van private crediteurs**, waardoor de beperkte middelen die wel door schuldverlichting vrijkomen onder meer ingezet worden om schulden aan private crediteurs terug te betalen.
- **Op velerlei vlakken staan landen in het globale Zuiden dan ook in een erg zwakke positie ten opzichte van hun private schuldeisers:** de veelheid aan crediteurs, de gebrekkige transparantie, de afstraffing door kredietbeoordelaars bij

schulderstructurering en de machtigere positie van private crediteurs die soms collectief optreden tegen individuele landen. Desondanks gingen tal van landen in het Zuiden bij gebrek aan middelen tijdens het voorbije Covid-jaar nieuwe leningen aan bij private crediteurs.

In dit rapport illustreren we de geschetste uitdagingen aan de hand van twee cases: Senegal en Peru. We beschrijven welke rol schulden aan private crediteurs in hun schuldenlast spelen:

**De case van Senegal** is het typevoorbeeld van een land dat in het afgelopen decennium snel een grote private schuld opbouwde: van 13% in 2010 tot 40% in 2018. Omdat het land sneller schulden aanging dan verwacht, werd het risico op schulden nood van Senegal in februari 2020, net voor de crisis, door het IMF al opgewaardeerd van “laag” naar “matig”. Die snelle schuldoopbouw aan een hogere kost heeft een duidelijke impact op de overheidsbegroting. Vraag is dan bijvoorbeeld hoe Senegal het hoofd zal bieden aan de verschillende terugbetalingspieken die er de komende 10 jaar aan komen.

**De case van Peru** geeft inzicht in het type uitdagingen waar opkomende economieën mee geconfronteerd worden. Zo bedraagt de schuld aan private crediteurs meer dan 60% van de externe schuld van Peru. Peru was één van de landen die verder schulden aanging tijdens de pandemie waardoor de terugbetalingsmomenten van de komende jaren verder aangedikt werden. Peru kende dan ook tijdens de Covid-crisis de grootste stijging van haar overheids-schuld van de laatste jaren. In 2026 zal Peru meer dan 60% van zijn af te lossen schulden moeten terugbetalen.

## DE LINK MET 'BELGISCHE' PRIVATE KREDIETVERLENERS

Dit rapport beschrijft het aandeel van Belgische financiële instellingen en belangrijke buitenlandse financiële instellingen die in België actief zijn in het onderschrijven van en investeren in overheidsobligaties uitgegeven door lage-inkomenslanden en een selectie van midden-inkomenslanden (93 landen).

**Investerings:** Financiële instellingen (FI) actief in België waren obligatiehouder van 1,45% van het totaal aan investeringen door private crediteurs in obligaties van de 93 geselecteerde landen. Als we hier de vergelijking maken met andere landen waar financiële instellingen obligatiehouder zijn, dan is het duidelijk dat België één van de talrijke kleinere spelers is, naast enkele middenmoten en drie grote spelers (Taiwan 18%, Verenigd Koninkrijk 13%, Verenigde Staten 33%). 'Belgische' financiële instellingen (met name Deutsche Bank, Banque Degroof Petercam, BNP Paribas, Candriam, KBC Group en Ackermans & van Haaren) investeren in 32 landen, met een belangrijk aandeel voor twee partnerlanden van de Belgische ontwikkelingssamenwerking: Benin (9,2%) en Senegal (4,8%).

**Onderschrijvingen:** Tussen maart 2020 en maart 2021 (periode van de pandemie) bedroeg het aandeel onderschrijvingen door financiële instellingen actief in België 8,5% van het totaal aan onderschrijvingen door private crediteurs in obligaties van de 93 geselecteerde landen. Het gaat over twee financiële instellingen, BNP Paribas Fortis en Deutsche Bank, die obligaties van 5 landen onderschreven waarbij het 'Belgische' aandeel varieert

tussen de 9% en 33,3%. Voor het enige partnerland van de Belgische ontwikkelingssamenwerking, Marokko, bedroeg dit aandeel zelfs 25%.

Hoewel de percentages op het eerste zicht beperkt lijken, kunnen we er niet om heen dat financiële instellingen actief in België wel degelijk hun rol spelen op de internationale financiële markten. Zeker wat betreft onderschrijvingen is het aandeel 'Belgische' financiële instellingen significant. Wat betreft het obligatiehouderschap zijn de 'Belgische' FI één van de vele kleine spelers naast de groten. Al zijn er specifieke landen waar dat 'Belgisch' aandeel al snel opklimt, waaronder enkele partnerlanden van de Belgische ontwikkelingssamenwerking.

## AANBEVELINGEN

Tot slot lichten we vier centrale problemen voor landen in het globale Zuiden die schulden hebben aan private crediteurs uit en stellen bijpassende beleidsmaatregelen voor.

### Schuldverlichtingsinitiatieven:

Omdat private crediteurs op geen enkele manier verplicht worden om deel te nemen aan de beperkte initiatieven die tot nog toe in het leven werden geroepen, is het cruciaal dat België:

- steevast pleit voor de betrokkenheid van private crediteurs in de bestaande schuldverlichtingsinitiatieven,
- onderzoekt op welke manier financiële instellingen actief in België verplicht kunnen worden om deel te nemen aan schulderstructureringsinitiatieven.

**Aasgierfondsen:** Omdat het risico bestaat dat bepaalde private crediteurs (aasgierfondsen) landen kunnen aanklagen voor een veel hoger bedrag dan de aankoopprijs en België een van de meest geavanceerde wetten heeft om dit te verhinderen, vragen we dat België ervoor pleit dat andere landen en de EU gelijkwaardige wetgeving aannemen.

**Transparantie:** Overheden en beleidsmakers in het Zuiden hebben zelf geen of slechts in beperkte mate zicht op de meerderheid van hun obligatiehouders. Van België verwachten we dat het onderzoekt welke transparantiemaatregelen het zelf zou kunnen invoeren.

**Multilateraal mechanisme voor schulderstructurering:** Omdat zo'n mechanisme cruciaal is om het structurele machtsonevenwicht tussen kredietverleners en debiteurlanden aan te pakken, vragen we België om op internationale fora te pleiten voor een dergelijk multilateraal mechanisme binnen de VN.

# INTRODUCTIE

Covid-19 heeft een verregaande impact op landen in het Zuiden. Enerzijds is er de impact van de gezondheidscrisis maar daarnaast ondervinden deze landen ook de verwoestende economische effecten van deze crisis. Tegen die achtergrond kijken we naar de rol die de schuldenlast van landen in het globale Zuiden speelt in de economische situatie van die landen.

Ondanks de economische schok gaan veel landen in het Zuiden door met het afbetalen van hun schulden aan hun verschillende crediteurs. Door de aflossing van hun schulden zijn deze landen steeds minder in staat te voorzien in de onmiddellijke behoeften van hun burgers en economieën. Middelen die nodig zijn om de door Covid-19 veroorzaakte crisis te boven te komen.<sup>1</sup>

Landen in het globale Zuiden hebben leningen bij andere overheden, bij multilaterale instellingen en bij private kredietverleners, zoals banken maar ook grondstoffenhandelaars en andere private ondernemingen. In dit rapport focussen we specifiek op de schulden die landen in het globale Zuiden bij private kredietverleners hebben. Het afgelopen decennium nam het aandeel schulden aan private financiële instellingen sterk toe. Zoals we in dit rapport schetsen, brengt dit een aantal nieuwe problemen met zich mee die vooral in tijden van crisis zwaar doorwegen. Zo zijn er de vaak hoge intresten op dit type leningen, het feit dat schulden van landen in het Zuiden aan private crediteurs vaak helemaal niet transparant zijn en erg complex in elkaar zitten. Private crediteurs hebben zo de facto een grote macht over landen in het globale Zuiden. De Covid-crisis zet deze uitdagingen verder op scherp. 's Werelds grootste financiële instellingen blijven schuldbetalingen vragen

van de armste landen in Afrika, Azië, Latijns-Amerika en de Caraïben. Sommige landen gingen bij gebrek aan financiële middelen zelfs nieuwe private leningen aan. De internationale schuldverlichtingsmaatregelen die het afgelopen jaar afgekondigd werden, zijn op verschillende vlakken ontoereikend, waaronder het aspect dat private crediteurs alleen maar uitgenodigd worden om op vrijwillige basis te participeren.

Naast een beschrijving van de problematiek van schulden aan private kredietverleners wil dit rapport de aandacht vestigen op de link met België. In welke mate hebben financiële instellingen die actief zijn in België schuldvoordelingen op ontwikkelingslanden? Omdat die informatie niet publiek beschikbaar is, maakten we gebruik van betalende financiële databases die onderzocht werden door de onderzoeksinstituut Profundo<sup>2</sup>. Dit rapport beschrijft de rol die Belgische financiële instellingen en belangrijke buitenlandse financiële instellingen die in België actief zijn, spelen bij het onderschrijven van en investeren in overheidsobligaties uitgegeven door lage-inkomenslanden en een selectie van midden-inkomenslanden.

In dit dossier beschrijven we in deel 1 waarom schulden aan private crediteurs zo problematisch zijn. We schetsen eerst de evolutie van het afgelopen decennium (1.1) en leggen uit wie die private kredietverleners nu precies zijn (1.2). Vervolgens gaan we dieper in op de aard van de schuld aan private crediteurs (1.3) en welke impact dit heeft op publieke uitgaven door overheden (1.4). We ronden dit eerste deel af met een analyse van wat er precies gebeurde op vlak van schulden aan private crediteurs tijdens de crisis (1.5). Deel 2 gaat dieper in op twee cases. We beschrijven

welke uitdagingen en problemen die we schetsten in deel 1 aan de orde zijn in Senegal en Peru. In deel 3 presenteren we de data over het aandeel van Belgische financiële instellingen en belangrijke buitenlandse financiële instellingen die in België actief zijn in het onderschrijven van en investeren in overheidsobligaties uitgegeven door 93 lage-inkomenslanden en een selectie van midden-inkomenslanden. Het laatste deel stelt de vraag naar hoe het nu verder moet. We lichten vier centrale problemen voor landen in het globale Zuiden uit en geven aan welke beleidsmaatregelen de Belgische overheid kan nemen.

1

**WAAROM ZIJN  
SCHULDEN  
AAN PRIVATE  
KREDIETVERLENERS  
ZO PROBLEMATISCH?**

**IN TIJDEN  
VAN CRISIS**

**Om publieke diensten te financieren, hebben overheden middelen nodig. Belastingen heffen is één van de duurzaamste manieren om financiële middelen op te halen. Een andere mogelijkheid is geld lenen. Landen in het globale Zuiden hebben zo bij andere overheden en multilaterale instellingen leningen aan voordelige voorwaarden lopen. Maar ook private kredietverleners, zoals banken en investeerders, geven leningen aan landen. In dit deel leggen we uit waarom schulden aan private kredietverleners zo problematisch kunnen zijn, in het bijzonder in tijden van crisis.**

We leggen eerst uit hoe het komt dat schulden aan private crediteurs in opmars zijn. Vervolgens beschrijven we wie die crediteurs zijn. Daarna gaan we dieper in op de vraag wat er zo specifiek is aan schuldvorderingen van private crediteurs en welke impact die private

schuldvorderingen hebben op landen in het Zuiden. We sluiten dit deel af met een beschrijving van wat er op dit vlak tijdens de coronacrisis van het afgelopen jaar gebeurde.

### **1.1 PRIVATE CREDITEURS IN OPMARS**

De wereldwijde schuldenlast steeg de afgelopen jaren onafgebroken en bereikte in 2019 een historisch record. In de armste economieën namen de risico's rond schuldopbouw het snelste toe.<sup>3</sup> De coronacrisis sloeg toe op een moment dat landen in het globale Zuiden al met een onhoudbare schuldenlast kampten. Binnen die wereldwijde schuldopbouw namen schulden aan private kredietverleners een steeds groter deel in. Door de stagnerende en soms dalende officiële ontwikkelingshulp, de lage rentevoeten en de voortdurende zoektocht naar meer winstgevendende investeringen, werden leningen en obligatie-uitgiften de meest toegankelijke financieringsinstrumenten.<sup>4</sup> Zo vonden landen in het Zuiden de afgelopen 10 jaar hun weg naar slecht gereguleerde internationale financiële markten. In de woorden van de United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) luidt het dan ook dat de sluimerende schulden crisis "niet veroorzaakt werd door economisch wanbeheer op lokaal vlak, maar door economisch en financieel wanbeheer op mondiaal niveau. In het afgelopen decennium maakten ontwikkelingslanden een snelle en vaak voorbarige integratie door in zwaar onder gereguleerde internationale financiële markten, waaronder de zogeheten schaduw-banksectoren, die naar schatting ongeveer de helft van de financiële activa in de wereld in handen hebben."<sup>5</sup> Door hun nieuwe activiteit op

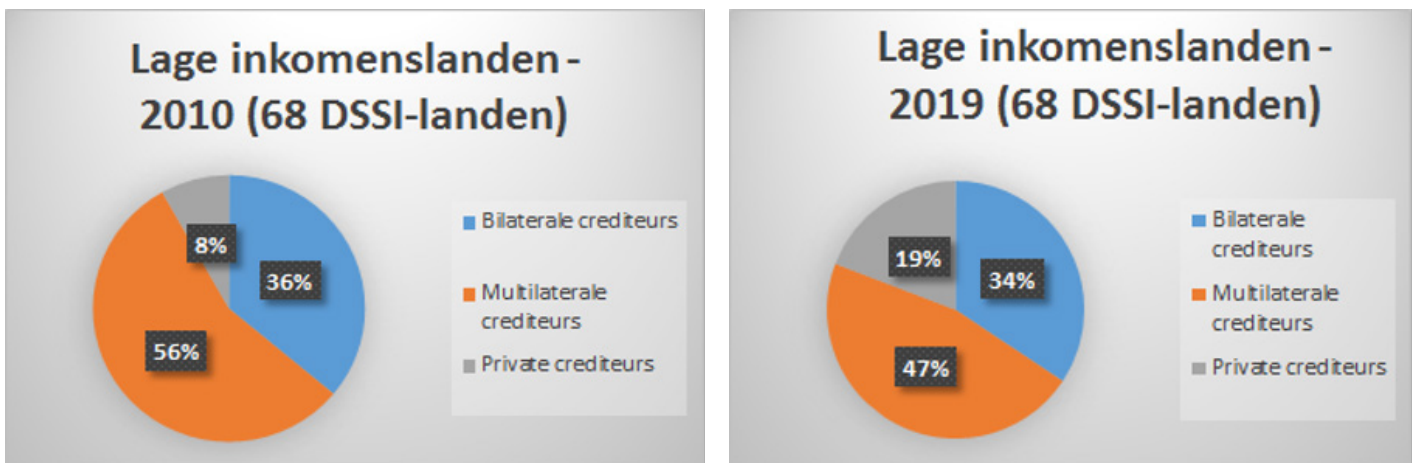
internationale financiële markten, raakten debiteurlanden uit het globale Zuiden geconfronteerd met meer en toegenomen risico's.

Een steeds groter aandeel van de schuld van ontwikkelingslanden bestaat dan ook uit commerciële obligaties die op de internationale kapitaalmarkten worden verhandeld, met veel riskantere en duurdere schulden als gevolg. Voor alle ontwikkelingslanden samen geldt dat 60% van de externe schuld verschuldigd is aan private kredietverleners, ten opzichte van 45% in 2010 (cijfers 2019)<sup>6</sup>. Kijken we specifiek naar de schulden van de 68 laagste inkomenslanden aan private kredietverleners, dan bedroeg dat aandeel 19% in 2019, ten opzichte van 8% in 2010<sup>7</sup> (zie figuur 1 hieronder). In absolute termen gaat het over een verviervoudiging van de schulden van de 68 laagste inkomenslanden aan private kredietverleners

#### **De wereldwijde schuldenlast steeg de afgelopen jaren onafgebroken en bereikte in 2019 een historisch record.**

tussen 2010 (19.000 miljard US dollar) en 2019 (102.000 miljard US dollar). De situatie verschilt natuurlijk land per land. Zo geldt voor landen als Zambia (46%) en Ghana (53%) bijvoorbeeld dat dat aandeel in 2019 rond de 50% schommelde.<sup>8</sup> Tegelijkertijd daalde het aandeel schulden tegen concessionele tarieven (dat wil zeggen afgesloten aan gunstigere tarieven dan wanneer verstrekt aan marktvoorwaarden) binnen de buitenlandse schuld van lage-inkomenslanden.<sup>9</sup> In het midden van de jaren 2000 was meer dan de helft van de buitenlandse schuld van deze landen concessioneel. Dit percentage daalde in 2018 tot 34%.<sup>10</sup>

**Figuur 1: Aandeel verschillende crediteurs lage inkomenslanden 2010 versus 2019**



> Private crediteurs waren het afgelopen decennium in opmars. Voor alle ontwikkelingslanden samen geldt dat 60% van de externe schuld in 2019 verschuldigd was aan private kredietverleners, ten opzichte van 45% in 2010.

## 1.2 WIE ZIJN DIE PRIVATE KREDIET-VERLENERS?

Private crediteurs zijn een erg diverse groep gaande van hefboomfondsen, commerciële banken, grondstoffenhandelaars en andere private ondernemingen.<sup>11</sup> Daarbij zijn er enerzijds obligatiehouders van obligaties in vreemde valuta, meestal in US dollars en in mindere mate ook in euro's, beide eurobonds (zie kader 'Obligaties in vreemde valuta kunnen geld kosten') genaamd. Anderzijds zijn er ook obligatiehouders van obligaties in lokale valuta.

Wanneer een overheid een obligatie uitgeeft, zijn het vaak grote private banken die bij het toezicht op het proces betrokken zijn. Indien ze de obligaties niet zelf aanhouden maar onderschrij-

ven, dan proberen ze de obligaties te verkopen op secundaire markten. Dit impliceert dat de verkochte obligaties uiteindelijk in handen zijn van talloze obligatiehouders. In dit rapport focussen we zowel op financiële instellingen die obligaties onderschrijven, waarbij ze dus optreden als tussenpersoon tussen een verstrekker van obligaties en een koper van obligaties<sup>12</sup>, als op financiële instellingen die zelf obligatiehouders zijn van voornamelijk eurobonds.

Er is geen publieke informatie beschikbaar over welke financiële instellingen aankoper of eigenaar zijn van het grootste deel van de schuld aan private schuldeisers.<sup>13</sup> Uit het rapport 'Under The Radar' blijkt alvast dat Blackrock (zie kader: "Een voorbeeld: Blackrock"), HSBC, Goldman Sachs, Legal & General, JP Morgan en UBS schuldvorderingen hebben op 5 Afrikaanse

landen.<sup>14</sup> Uit onze financiële analyse, die focuste op een selectie van 93 lage- en middeninkomenslanden, kwamen ook enkele andere internationale financiële instellingen naar voren. In annex 1 geven we een overzicht van de top 5 financiële instellingen die het meeste obligaties onderschreven tussen maart 2020 en maart 2021 en de top 5 financiële instellingen die het meeste obligaties in hun bezit hadden in maart 2021 voor onze selectie van 93 lage- en middeninkomenslanden (zie annex 2). Er staan ook twee financiële instellingen die in België actief zijn in de top 10 van financiële instellingen die obligaties onderschreven tussen maart 2020 en maart 2021: BNP Paribas onderschreef in die periode obligaties voor een bedrag van 3.154,4 miljoen US dollar en Deutsche Bank deed dat voor een bedrag van 2.136,7 miljoen US dollar.



### Een voorbeeld: BlackRock

“Sommige private crediteurs bezitten zoveel schulden dat zij een belangrijke leidersrol vervullen bij de herstructurering van schulden. BlackRock is een van de grootste vermogensbeheerders ter wereld, met zo'n 7.000 miljard US dollar aan activa onder hun beheer. Dit is bijna 2,5 keer meer dan het bbp van het hele Afrikaanse continent (2.900 miljard US dollar). BlackRock beheert ook enkele van de grootste obligatiefondsen van opkomende markten [...] en is een belangrijke speler in [Sub-Sahara Afrika]. Door zijn omvang en belang speelt BlackRock vaak een leidende rol bij schuldonderhandelingen, zoals in Argentinië waar BlackRock in augustus 2020 een cruciale rol speelde bij de besluitvorming over de voorwaarden van het schuldherschikkingspakket van dat land na onderhandelingen met de Argentijnse minister van Financiën.”<sup>15</sup>

> **Transparantie vormt een belangrijk probleem. Zolang overheden en beleidsmakers in het Zuiden zelf geen zicht hebben op de meerderheid van hun obligatiehouders kunnen ze financiële instellingen niet vragen of dwingen om deel te nemen aan schuldverlichting.**

### 1.3 HOGE RENDEMENTEN, HOGE RISICO'S

De leningen van private kredietverleners zijn doorgaans aan hogere interestvoeten dan de leningen van multilaterale, zoals het IMF en de Wereldbank<sup>16</sup>, of bilaterale crediteurs die concessionele leningen verstrekken met een interestvoet tussen de 0 en 3%. Een hogere interestvoet betekent meer opbrengst, zolang overheden hun leningen kunnen

terugbetalen. Die hogere opbrengsten door hogere interesten zijn gelinkt aan de hogere risico's verbonden aan deze kredieten. In het bijzonder Afrikaanse overheidsobligaties bieden aan investeerders één van de hoogst mogelijke opbrengsten wereldwijd.<sup>17</sup> Ze behoren gewoonlijk tot de portefeuilles met een “hoog risico en een hoog rendement” van beleggingsfondsen. Investeerders zijn zich dan ook bewust van die grote risico's en het feit dat dergelijke leningen in bepaalde gevallen, bijvoorbeeld door een economische crisis, niet zomaar terugbetaald kunnen worden. Aangezien de coronacrisis een ongeziene economische shock betekende, stelt zich dan ook de vraag of private crediteurs terugbetaald moeten worden.

### Hoe lage-inkomenslanden afhankelijk werden van dynamieken op de internationale financiële markten

In het rapport 'Private lending and debt risks of low-income developing countries' werpt de onderzoeksinstituut Overseas Development Institute (ODI) licht op de risico's van private leningen bij lage-inkomenslanden (LIDC's). ODI onderzocht 57 uitgiftes van obligaties door 16 LIDC's op de internationale markten, ter waarde van 52.000 miljard US dollar. Het rapport stelt vast dat deze obligaties gepaard gingen met erg hoge leenkosten en dat die hoge kosten en de timing waarop geleend wordt gelinkt is aan wat er zich

op de internationale financiële markten afspeelt.

Zo namen de leenkosten voor LIDC's toe op het moment dat er minder liquiditeit (beschikbaarheid van internationale financiering) was op de financiële markten. Het is duidelijk dat de ontluikende financiële integratie van bepaalde ontwikkelingslanden op de financiële wereldmarkten ervoor zorgt dat ze ook onderhevig worden aan de dynamieken die zich daar afspelen. De overvloedige wereldwijde liquiditeit in het jaar

na de financiële crisis van 2008 bood veel ontwikkelingslanden de gelegenheid gemakkelijk leningen aan te gaan en hun schulden te herfinancieren. Tegelijkertijd maakte het landen ook meer kwetsbaar voor liquiditeitskrimpen en wijzigingen in de risico-appetijt van mondiale kredietverstrekkers.

Volgens ODI brengt dit ook allerlei toekomstige risico's met zich mee. Binnen enkele jaren zal een aantal LIDC's hun obligaties moeten herfinancieren als ze er niet in slagen om tegen de ver-

valdatum hun schulden terug te betalen. Voor een aantal van de onderzochte landen komt er in 2024 een belangrijke piek aan. Doordat deze landen volgens het ODI-onderzoek zo sterk aan de globale liquiditeitscyclus gelinkt zijn, zullen ze op het moment dat ze herfinanciering zoeken ook afhankelijk zijn van de internationale condities die dan gelden. “Indien de huidige globale liquiditeitsomstandigheden zich verder doorzetten, wordt het moeilijker en/of duurder om toegang te krijgen tot de internationale markten”.<sup>18</sup>

### Obligaties in vreemde valuta ... kunnen veel geld kosten

De 'eurobond' is een type obligatie dat wordt uitgegeven in een munteenheid die verschilt van die van het land of de markt waar ze wordt uitgegeven. Ondanks de naam heeft de euro-obligatie geen specifiek verband met Europa of de euro. **Dit type obligaties kan erg duur uitvallen voor debiteurlanden.** Niet alleen heeft dit type obligatie vaak een erg hoge interestvoet om de risico's te dekken. **Daarnaast speelt ook het effect van fluctuaties in valuta, zeker in tijden van crisis. De waarde van de munt van verschillende landen in het globale Zuiden daalde het afgelopen jaar sterk in waarde.** Buitenlandse schuld moeten terugbetalen, in dollars bijvoorbeeld en met een munt die in waarde daalde, maakt die schuld alleen maar duurder.

> Door de hogere risico's die leningen aan (bepaalde) landen in het globale Zuiden met zich meebrengen, hebben deze leningen doorgaans ook hogere interestvoeten. Het betekent hogere opbrengsten voor investeerders. Aan de kant van overheden in het Zuiden betekent het hogere kosten. Voornamelijk lage-inkomenslanden werden door hun ontlukende integratie op financiële markten afhankelijk van dynamieken en risico's op die markten.

## 1.4 DE IMPACT VAN PRIVATE SCHULDEN: AFBETALEN VERSUS PUBLIEKE DIENSTEN FINANCIEREN

Er is een verband tussen de toenemende schuldenlast en de daling van de overheidsuitgaven voor publieke diensten: tussen 2014 en 2018 zijn de overheidsuitgaven voor openbare diensten in Latijns-Amerika en de Caraïben met 18,42% gedaald, en in Sub-Sahara Afrika met 13%.<sup>19</sup> Voor sommige Afrikaanse landen bedraagt het deel van hun begroting dat aan de terugbetaling van schulden wordt besteed meer dan 40%.<sup>20</sup> Zelfs voor de coronacrisis betaalden 64 landen, waaronder Congo (DRC) en Rwanda, meer aan het terugbetalen van hun schulden dan aan gezondheidszorg.<sup>21</sup> Blootstelling aan financiële risico's en hogere markttrentes houdt dus ook risico's in voor de overblijvende beschikbare middelen voor overheidsuitgaven.

IMF-onderzoek toont aan dat landen die leningen aangingen bij private financiële instellingen niet alleen een stijging in hun schuldaflissingen zagen, maar ook in de periode nadien geen toename van groei kenden.<sup>22</sup> Tegelijkertijd blijkt uit onderzoek van Jubilee Debt Campaign dat enkele lage-inkomenslanden die nauwelijks van externe private leningen gebruikmaakten, net een stijgende bbp-groei kenden met toegenomen publieke uitgaven.<sup>23</sup>

Het IMF en de Wereldbank stellen ratings op over het risico dat landen lopen op een periode van schulden nood (*debt distress*). Op basis van die analyses blijkt dat voor alle lage-inkomenslanden de risico's op schulden nood toena-

men, maar dat risico was groter voor de landen die op de financiële markten staatsobligaties hebben uitgegeven. Het aandeel lage-inkomenslanden dat staatsobligaties uitgaf en in schulden nood verkeerde, of daar een hoog risico op liep, steeg van 6% in 2014 tot 43% in 2020.<sup>24</sup> Schulden nood is niet nieuw in ontwikkelingslanden, maar er is nu een grotere bezorgdheid dat ontwikkelingslanden onderhevig zijn aan externe financiële risico's die voortvloeien uit hun toegenomen blootstelling aan de markttrente (zie ook kader 'Hoe lage inkomenslanden afhankelijk werden van dynamieken op de internationale financiële markten').<sup>25</sup>

# +40%

**aandeel van begroting dat sommige Afrikaanse landen besteden aan de terugbetaling van schulden**

Daarom vestigen we hier expliciet de aandacht op de hoge rentes die landen aan private crediteurs betalen. De onderzoeksinstituut Overseas Development Institute (ODI) onderzocht 57 obligaties van 16 lage-inkomenslanden. Voor die onderzochte obligaties varieerde de rente van 4,75% (Senegal en Oezbekistan) tot 10,75% (Ghana). ODI concludeert dat met een mediane rentevoet van iets meer dan 7% op alle obligaties de leenkost van dit type schulden zeer hoog is. In de cases die wij hieronder uitwerken, schommelt de

**“Niet alleen is er een verband tussen de toenemende schuldenlast en de daling van de overheidsuitgaven voor publieke diensten. Het aandeel schulden aan private crediteurs speelt daarin een versterkende rol.”**

rente tussen de 4,75 en 8,75% voor de obligaties van Senegal (zie annex 3 voor de intrestvoeten voor de verschillende obligaties) en tussen de 1,8 en 8,7 % voor de obligaties van Peru.

## 1.5 AFBETALINGEN TIJDENS DE CRISIS

De initiatieven die op internationaal niveau genomen werden in de loop van 2020 als antwoord op de schulden crisis, nodigen de private crediteurs louter uit om op vrijwillige basis een bijdrage te leveren aan schuldverlichting (zie kader ‘Een gebrekkig internationaal antwoord’). Private schuldeisers zijn daar tot nog toe niet op ingegaan en weigeren simpelweg om hun betalingen op te schorten of kunnen zelfs een strafrente aanrekenen bij een tijdelijke schuldop-schorting. De overgrote meerderheid van landen in het globale Zuiden is dan

ook doorgedaan met het betalen van deze dure schulden aan private schuldeisers. Deze landen worden met een oneerlijke paradox geconfronteerd. Als ze private schuldeisers blijven betalen, moeten ze daarvoor hun schatkist verder uitputten en kunnen ze uitgaven om de pandemie aan te pakken niet verhogen zoals de rijke landen dat deden. Als ze private schuldeisers om schuldverlichting vragen om zo meer financiële ademruimte te hebben, dreigen ze door kredietbeoordelingsbureaus te worden gestraft met een verlaging van hun kredietwaardigheid.<sup>28</sup> Dit maakt toekomstige financiering duurder.

### Een gebrekkig internationaal antwoord

In het kader van de lentevergaderingen van het IMF en de Wereldbank in 2020 besliste de G20 om de schulden aan rijkere overheden (bilaterale crediteurs) van potentieel 73 ontwikkelingslanden tijdelijk op te schorten via het Debt Service Suspension Initiative (DSSI). Helaas is dit initiatief ontoereikend. Het is slechts een uitstel van betaling en geen annulering. Het gaat slechts om een heel beperkt deel van de schulden van ontwikkelingslanden. Uiteindelijk zijn er maar 46 landen die aangaven van dit initiatief gebruik te willen maken. Het omvat dan ook maar 1,66%<sup>26</sup> van de in 2020 door alle ontwikkelingslanden verschuldigde terugbetalingen. Bovendien maken de Wereldbank en het IMF zelf geen deel uit van het moratorium. En zeker zo belangrijk: ook de private crediteurs worden

alleen op vrijwillige basis uitgenodigd om deel te nemen. Ondertussen werd dit initiatief al twee keer verlengd: een eerste keer tot juni 2021 en tijdens de Spring Meetings van 2021 opnieuw tot december 2021. De opgeschorte betalingen moeten terugbetaald worden in 2026.

In november werd door de G20 ook een nieuw initiatief in het leven geroepen, het Common Framework for Debt Treatments. Dit kader moet landen toelaten hun onhoudbare schulden te herstructureren, maar het biedt geen antwoord op de fundamentele problemen met het DSSI-moratorium. Ook dit instrument is slechts van toepassing op een beperkt aantal landen. Middeninkomenslanden in schulden nood vallen uit de boot. Het omvat geen schuldannulaties en vereist

geen verplichte deelname van private crediteurs of multilaterale financiële instellingen. Het Framework biedt dan ook geen houvast voor landen op vlak van de complexe interactie tussen verschillende soorten crediteurs. Tot nog toe is het enige resultaat van het Common Framework dat kredietbeoordelaars de rating verlaagden van de landen die het aandurfden om een herschikking van hun schulden (ook aan private crediteurs) te vragen. Er zijn drie landen, Tsjaad, Ethiopië en Zambia, die ondertussen via het Common Framework een schuldhererschikking aanvroegen.

Niet alleen zijn deze initiatieven onvoldoende, ze creëren ook het risico dat vrijgekomen middelen door schuldverlichting van de ene crediteur ingezet worden om schulden aan ande-

re crediteurs (lees private crediteurs) terug te betalen in plaats van in te zetten voor publieke dienstverlening en in antwoord op de crisis. Alleen al tussen mei en december 2020 zouden de 46 landen die deelnemen aan het moratorium 6,94 miljard dollar aan private schuldeisers terugbetaald hebben, onder meer met behulp van nieuwe noodleningen van het IMF. In aanloop naar de lentevergaderingen van de Wereldbank en het IMF (2021) stelde de voorzitter van de Wereldbank David Malpass dan ook (opnieuw) dat de rijkste landen meer inspanning moeten leveren om ervoor te zorgen dat de private sector deelneemt aan inspanningen om de overheidsschuld van lage-inkomenslanden te verlichten<sup>27</sup>, maar dat werd niet vertaald in concrete engagementen.

Indien een land al schuldverlichting aan zijn private crediteurs durft te vragen, heeft dat land “de bijna onmogelijke taak om zijn private schuldeisers ervan te overtuigen schuldverlichting toe te staan”.<sup>29</sup> Zo gingen private crediteurs niet in op de vraag tot schuldverlichting van een aantal landen aan hun private crediteurs zoals Grenada, Zambia<sup>30</sup> en Tsjaad deden<sup>31</sup>. “Zoals de zaken er nu voor staan, hebben schuldeisers de meeste macht en kunnen zij collectief optreden tegen individuele landen, terwijl overheden er alleen voor staan in hun onderhandelingen met private schuldeisers”.<sup>32</sup> Gezien de veelheid aan private crediteurs en de beperkte trans-

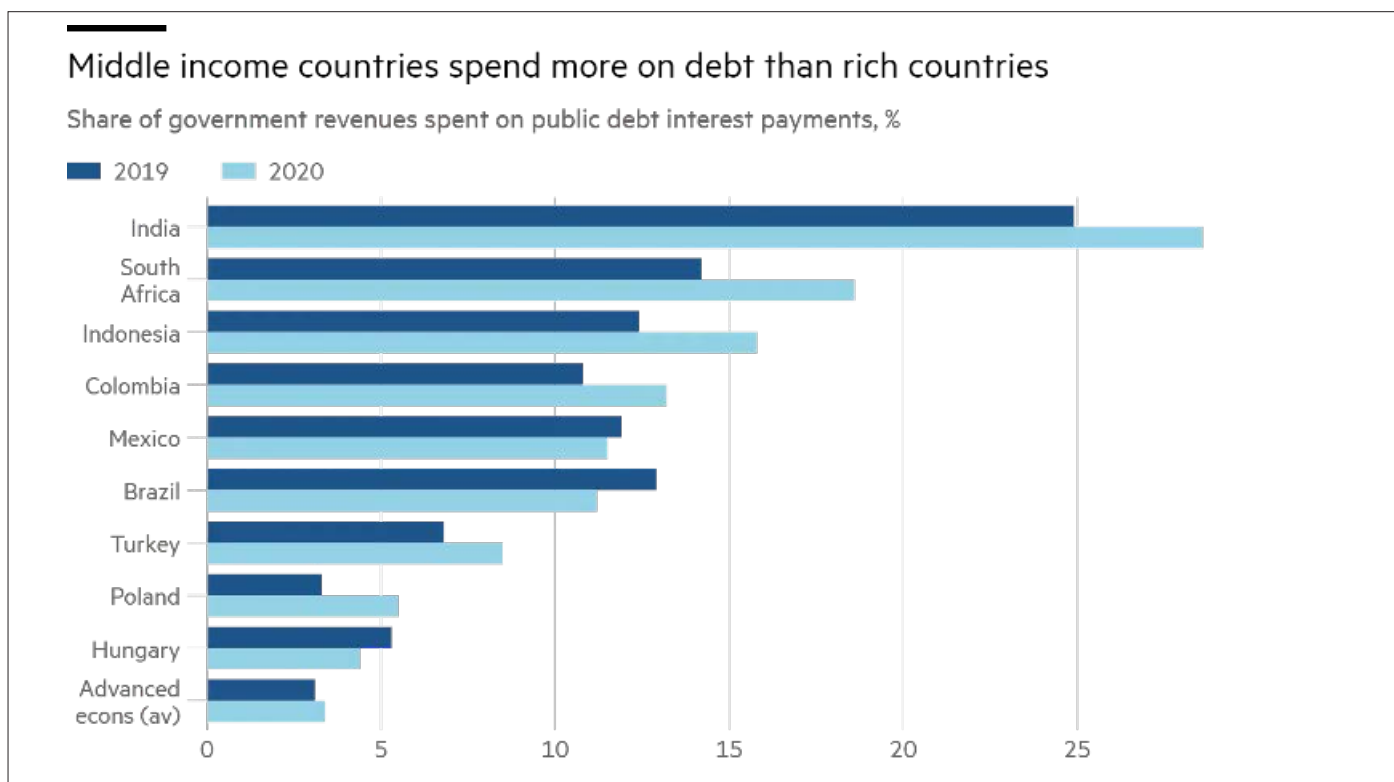
parantie op het vlak van wie eigenaar is van obligaties, ook voor het betreffende land zelf, is dit vaak geen sinecure. De wereldeconomie plaatst ontwikkelingslanden dan ook in een erg zwakke positie ten opzichte van zijn schuldeisers.

Het is dan ook geen wonder dat de meeste landen de voorkeur geven aan de beperkte schuldverlichting van bilaterale crediteurs (DSSI) en de noodfinanciering en steun (van de Wereldbank en het IMF) die voorhanden zijn om zo toch verder uitstaande schulden te kunnen afbetalen. Maar ook het aangaan van nieuwe private leningen vormt een belangrijke inkomstenbron. In de zoektocht

**“Door zich uit de problemen te proberen lenen, stapelen overheden grotere problemen op voor de toekomst, stellen analisten.”**

naar opbrengsten door investeerders stabiliseerde de internationale obligatiemarkt tegen de verwachtingen in terug na een dip in maart 2020. In plaats van hun schulden te proberen herstructureren, gingen veel landen opnieuw private leningen aan. Zo waren er in 2020 29 landen uit het globale Zuiden

**Figuur 2: Middeninkomenslanden geven meer uit aan schulden dan rijke landen**



Bron: Wheatly, J., “Emerging economies tap debt markets but risks pile up ahead”, *Financial Times*, september 2020, <https://www.ft.com/content/8ef4792c-9ef1-4b4e-a296-73895034124f>



die voor 173 miljard US dollar obligaties uitgaven.<sup>33</sup> Terwijl het IMF<sup>34</sup> en andere instellingen landen wereldwijd aanraadden om 'whatever it takes' in te zetten voor de financiering van de crisis en pas later na te denken over de terugbetaling van schulden, golden veel hogere interestvoeten voor ontwikkelingslanden dan voor industrielanden (zie figuur 2).<sup>35</sup> Geld dat dringend nodig is om levens en bestaansmiddelen te ondersteunen, stroomt nu naar enkele van de rijkste landen en bedrijven ter wereld. Bovendien waarschuwen analisten dat overheden, door zich uit de problemen te proberen lenen, grotere problemen opstapelen voor de toekomst.<sup>36</sup>

- > De schuldelichtingsinitiatieven die tijdens de crisis genomen werden zijn ruim onvoldoende. Ze vereisen geen verplichte deelname van private crediteurs, waardoor de beperkte middelen die wel vrijkomen door schuldelichting ingezet worden om schulden aan andere crediteurs terug te betalen.
- > Op velerlei vlakken staan landen in het globale Zuiden in een erg zwakke positie ten opzichte van

hun private schuldeisers: veelheid aan crediteurs, gebrekkige transparantie, afstraffing door kredietbeoordelaars bij schulderstructurering en de machtigere positie van private crediteurs die soms collectief optreden tegen individuele landen.

- > Bij gebrek aan middelen gingen veel landen nieuwe leningen aan in het afgelopen jaar bij private crediteurs.



© REUTERS / Toby Melville

2

**SCHULDEN  
AAN PRIVATE  
KREDIETVERLENERS  
IN DE PRAKTIJK**

**SENEGAL  
EN PERU**

## We bespreken hier de schuldsituatie in twee landen met een focus op hoe het aandeel schulden aan private crediteurs een belangrijke impact heeft op de economische situatie van de betreffende landen.

Eenzijds beschrijven we de situatie in Senegal, dat één van de Afrikaanse landen is dat snel een grote private schuld heeft opgebouwd. Het is ook één van de 14 partnerlanden van de Belgische ontwikkelingssamenwerking. Om te illustreren dat opkomende economieën en hogere middeninkomenslanden evenzeer kampen met hun schuldenlast tegenover private crediteurs, bespreken we ook de situatie in Peru. In deel 3 gaan we dieper in op het aandeel dat financiële instellingen actief in België

hebben in de schuldenlast van landen in het Zuiden. Hier maken we ook al gebruik van de gegevens die Profundo verzamelde. Zo geldt voor beide landen dat financiële instellingen actief in België crediteur zijn van deze landen.

### 2.1 SENEGAL

De buitenlandse schuld van Senegal verdrievoudigde tussen 2010 en 2018. In 2019 bedroeg die schuld 13,6 miljard US dollar. In het economisch en financieel verslag bij de financieringswet 2021 wordt de totale overheidsschuld van Senegal voor 2020 geraamd op 16,8 miljard US dollar.

Daarbinnen nam ook het aandeel van de private schuld aanzienlijk toe, van 13% in 2010 tot 40% in 2018 (zie figuur 3). Deze tendens is te wijten aan de gemakkelijkere toegang tot de financiële markten voor financiering, maar is niet zonder risico. De hogere rente weegt immers op de financiën van het land. Tijdens het COVID-jaar 2020

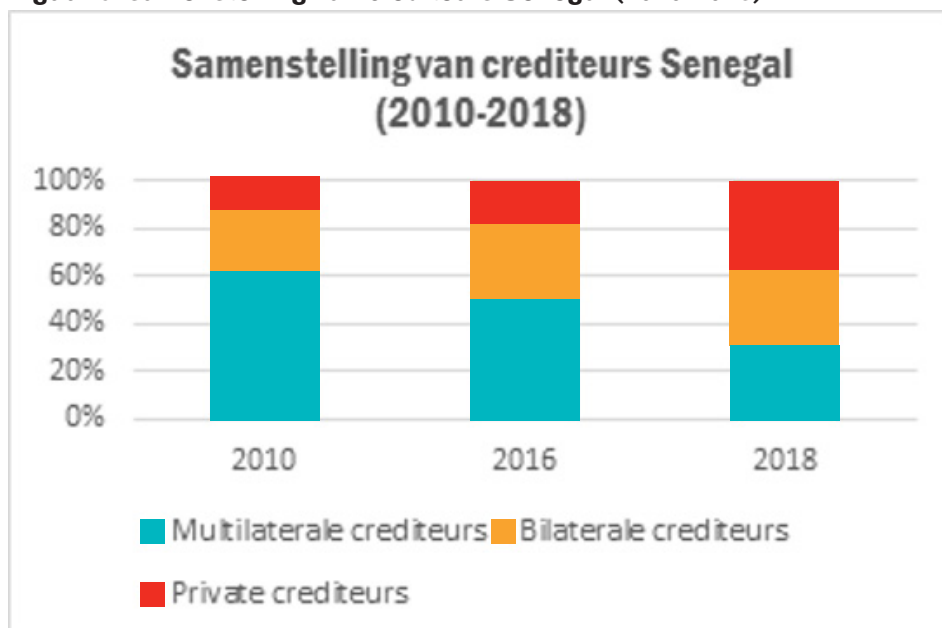
bedroeg het aandeel terugbetaalde schulden aan buitenlandse crediteurs 352 miljoen US dollar, waarvan meer dan de helft aan private kredietverleners verschuldigd was.

Private kredietverleners zijn bovendien erg versnipperd over verschillende actoren (zie figuur 4). Deze versnippering van private schuldeisers en de moeilijkheid om hen te identificeren, vormen een bijzondere uitdaging bij de onderhandelingen over mogelijke schuldverlichting.

De uitgifte van euro-obligaties is een centraal instrument van het schuldbeleid van Senegal geworden. In maart 2018 gaf Senegal het grootste aantal euro-obligaties uit in zijn geschiedenis: 2,2 miljard US dollar met rentes tussen 4,75% tot 6,75% en looptijden tussen 10 en 30 jaar<sup>37</sup>. De vorige uitgifte in 2017 was maar half zo groot (1,1 miljard US dollar). Deze obligatie-uitgiftes hadden onder andere als doel om de ontwikkeling van olie- en gasinfrastructuur te financieren. Deze strategie van snelle schuldopbouw verklaart de toename van het aandeel van de private schuldeisers in de volledige schuld. Het vormde voor het IMF ook de aanleiding om het risico op schulden nood van Senegal in februari 2020 op te waarderen van "laag" naar "matig" omdat het land sneller schulden aanging dan verwacht.<sup>38</sup>

De explosieve toename van het aandeel van de private schuldeisers in de schuld van Senegal brengt hogere kosten met zich mee, gezien de hoge rentevoeten, waardoor het afbetalen van schulden nu tegenover 2010 een veel grotere impact op de overheidsbegroting heeft. "In Senegal zijn de uitstaande obligaties groot in vergelijking met het bbp, en er moeten in de komende twee

**Figuur 3: samenstelling van crediteurs Senegal (2010-2018)**



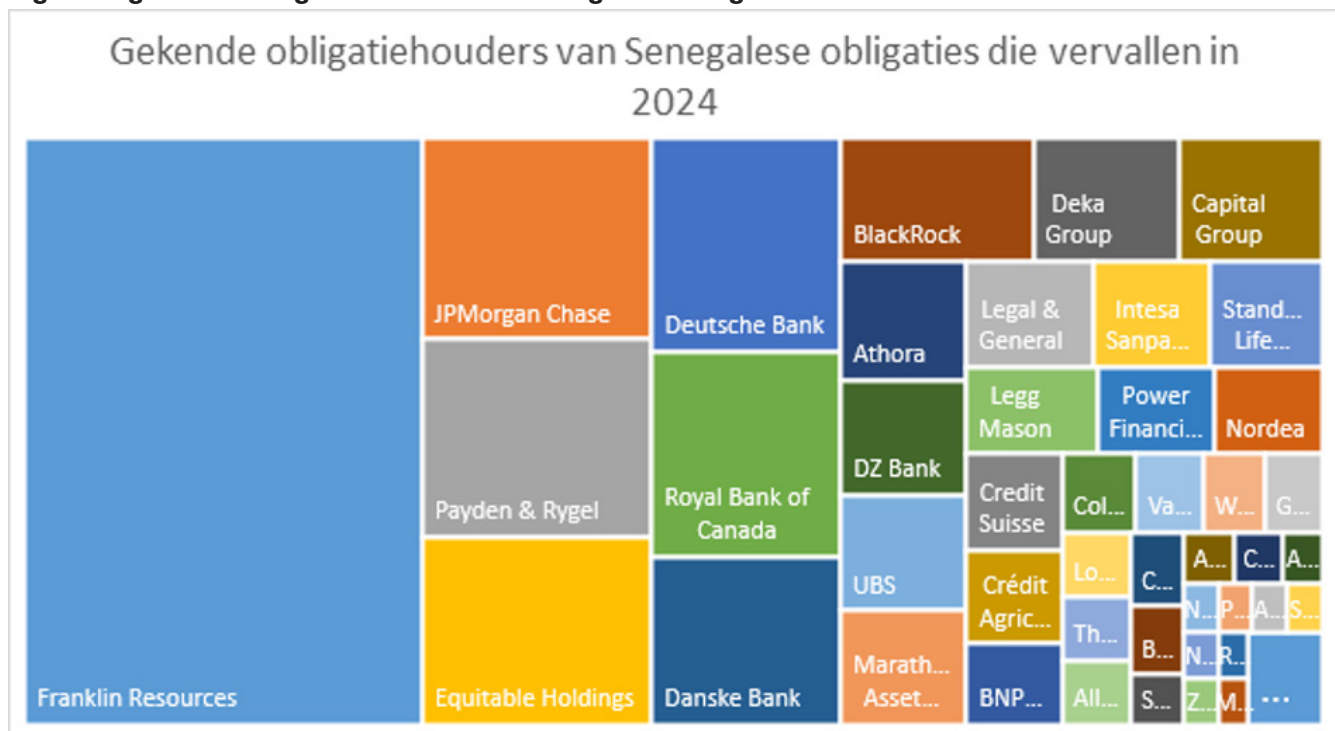
jaar aanzienlijke betalingen worden verricht, waarbij één obligatie moet worden afgelost”.<sup>99</sup> Als we naar de vervaldatum van de obligaties van Senegal kijken (dit zijn de data waarop de nominale waarde van de obligatie terugbetaald moet worden), dan zien we dat er de komende 10 jaar grote terugbetalingen aankomen. De eerste nu in 2021 en vervolgens, in stijgende lijn, in 2023 (voor 230,1 miljoen US dollar) en 2028 (voor 444,5 miljoen US dollar). Tabel 1 geeft een overzicht van de 5 obligaties van Senegal en het aandeel van de Belgische financiële instellingen hierin. Het gemiddelde aandeel van België bedraagt 4,8%, maar voor de obligatie die vervalt in 2028 loopt dit op tot 12,6%.

**Tabel 1: Overzicht obligaties Senegal en aandeel financiële instellingen actief in België**

Vervaldatum	Intrestvoet	Totaalsom obligaties (in miljoen US dollar)	Totaalsom obligaties financiële instellingen actief in België (in miljoen US dollar)	Aandeel Belgische financiers in geheel
13-05-2021	8,75	98,7	2,2	2,2%
30-07-2024	6,25	230,1	14,5	6,3%
13-03-2028	4,75	444,5	55,9	12,6%
23-05-2033	6,25	673,0	19,6	2,9%
13-03-2048	6,75 7	631,0	7,5	1,2%
<b>Totaal</b>	<b>7</b>	<b>2.077,4</b>	<b>99,7</b>	<b>4,8%</b>

Bron: Refinitiv (2021, March), Bond issuances.

**Figuur 4: gekende obligatiehouders van Senegalese obligaties die in 2024 vervallen**



Bron: Refinitiv (2021, March), Bond issuances.





In annex 3 geven we het overzicht van welke banken actief in België houder zijn van de verschillende Senegalese obligaties. Zoals eerder ook al aangegeven (zie kader 'Hoe lage-inkomenslanden afhankelijk werden van dynamieken op de internationale financiële markten') is de periode 2024-2030 een erg belangrijke periode voor de externe obligatiemarkt van verschillende Afrikaanse landen, zowel op het vlak van de toegang tot internationale financiële markten (die gelinkt is aan de globale liquiditeit) als op het vlak van moeilijkheden om hun uitstaande schulden te herstructureren. Dit is in het bijzonder het geval voor landen als Senegal (naast bijvoorbeeld Ivoorkust en Zambia) waar de externe uitstaande obligaties meer dan 12% van het bbp bedragen.<sup>40</sup>

## 2.2 PERU

Door Jameson A. Mencías V.  
- Debt and Fiscal Analyst, Latindadd

Jaren van slecht beheerde en ondergefinancierde publieke diensten hebben dramatische gevolgen gehad voor de aanpak van de coronacrisis in Peru. De economische noodplannen volstonden niet om een dergelijke crisis aan te pakken. De sterftecijfers in Peru waren dan ook dramatisch.<sup>41</sup> Bovendien daalde volgens het IMF het bbp van Peru in 2020 met 11,1% en de belastinginkomsten met 17,4% (5 miljard US dollar) ten opzichte van 2019.<sup>42</sup> Peru is het tweede land in Latijns-Amerika met de grootste daling van het bbp, na Venezuela (-30%).<sup>43</sup>

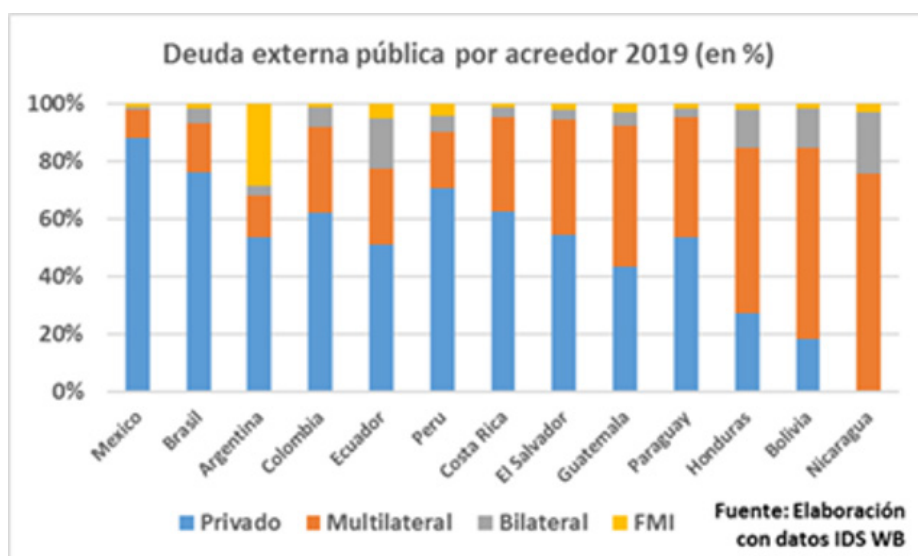
In november 2020 bedroeg de overheidsschuld van Peru 64.160 miljoen US dollar.<sup>44</sup> De verhouding tussen de schuld en het bbp bedroeg in 2019 26,8%, terwijl voor 2020 die verhouding

35,4% zou bedragen, volgens overheidsprognoses.<sup>45</sup> De schuldstructuur en de toegang tot financiering zijn dan ook van groot belang bij de aanpak van de crisis en haar nasleep. Voor de pandemie kende Peru een stijging van haar binnenlandse schuld ten opzichte van haar buitenlandse schuld. Die trend veranderde tijdens de pandemie en houdt verband met de toegang tot de financiële markten en de interne schuldendienst. In de eerste helft van 2020 moest de Peruaanse overheid 2,3 miljard US dollar terugbetalen aan binnenlandse crediteurs. Dit substantiële bedrag moest Peru op de internationale financiële markten ophalen tijdens de piek van de coronacrisis. Hoewel de binnenlandse schuld (52,6%) nog steeds groter is dan de buitenlandse schuld (47,4%), werd de kloof tussen beide kleiner. Die verschuiving is problematisch omdat interne schulden in lokale valuta zijn, terwijl externe schulden in US dollars het risico op koersschommelingen met zich meebrengen (zie kader

'Obligaties in vreemde valuta ... kunnen veel geld kosten'). Het aandeel van de externe schuld steeg in 2020 dan ook met 11%.<sup>46</sup>

De schuldproblemen van Peru hebben onder andere te maken met de huidige status en de toekomstige houdbaarheid van zijn buitenlandse schuld, waar private schuld het grootste deel van uitmaakt. Peru is één van de landen in Latijns-Amerika waar de externe schuld gedomineerd wordt door private crediteurs (zie grafiek 3). Dat was al zo vóór de pandemie. Tijdens 2020 steeg het aandeel private financiering verder. Van de 9,9 miljard US dollar die Peru in 2020 aan externe schuld had, was 7,2 miljard US dollar afkomstig van private externe schuldeisers. In november 2020 bedroeg het aandeel schulden aan private crediteurs binnen de externe schuld 63%. 85% van de schuld aan private crediteurs (20,1 miljard) werd uitgegeven in Amerikaanse dollars.

**Figuur 5: Buitenlandse overheidsschuld per crediteur 2019 (in percentages)**





Peru had tijdens de pandemie toegang tot relatief goedkope private financiering tegen enigszins lage rentetarieven, in vergelijking met andere landen. De rentetarieven bedroegen tijdens de crisis 2,32%, 2,31% en 1,82%, met als respectievelijke vervaldatum 2026, 2031 en 2031. De eerste vervaldatum valt al binnen 6 jaar, wat een erg korte looptijd is om de leningen terug te betalen. Daarnaast heeft Peru nog grote bedragen schulden aan private crediteurs tegen veel hogere rentetarieven (bijv. 6,375% met vervaldatum 2022; 7,35% met vervaldatum 2025; 8,2% met vervaldatum 2026) van vóór de pandemie, die ook in de komende jaren vervallen en waarvan dus het nominale bedrag terugbetaald moet worden. Meer dan 60% van de af te lossen schulden moet in 2026 terugbetaald worden. De stijging van de overheidsschuld tijdens de coronacrisis was de grootste stijging van de laatste jaren en is te verklaren door het feit dat financiering van private crediteurs voor de overheid de minst politiek riskante optie is geworden om het begrotingstekort te dichten. Volgens officiële overheidsprognoses zal Peru pas in 2050 opnieuw dezelfde verhouding tussen schulden en het bbp behalen als vóór de pandemie. Dit is een optimistisch scenario, waarbij geen rekening werd gehouden met mogelijke andere negatieve ontwikkelingen die een invloed hebben op de overheidsfinanciën, zoals een daling van de grondstoffenprijzen, natuurrampen van de orde van El Niño, of wanneer de overheid er niet in slaagt om fiscale inkomsten in de komende jaren naar behoren te innen.

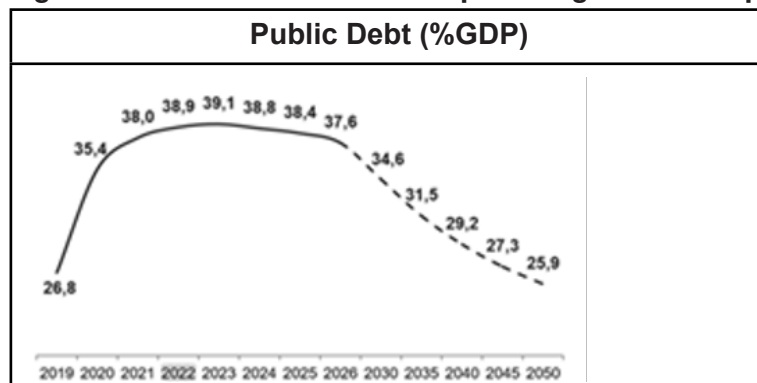
# 63%

## aandeel schulden aan private crediteurs in Peru

In landen als Peru, waar obligatiehouders het grootste deel van de totale buitenlandse schuld vertegenwoordigen (63%), is de betrokkenheid van private schuldeisers bij schulverlichting en -herstructurering cruciaal om de last van het afbetalen van schulden in de komende jaren haalbaar te houden, en ook de herverdeling van middelen te vergemakkelijken om de effecten van de coronacrisis te bestrijden. Er is dus nood aan een

onafhankelijk en alomvattend schulderstructureringsproces, dat tijdig opgezet wordt voor het geval dat de schuldratio's sneller verslechteren en dat ook private kredietverleners bij het proces betreft, om het risico van aasgierfondsen te vermijden. Ook voor middeninkomenslanden zoals Peru gelden dezelfde uitdagingen tegenover private crediteurs als voor lage-inkomenslanden met een significant aandeel schulden aan private crediteurs. Naast het gebrek aan bindende betrokkenheid in schulderstructurering is er een gebrek aan transparantie, ook voor de overheid, wie de obligatiehouders zijn. Er is dus ook dringend nood aan meer transparantie rond private leningen en hun obligatiehouders.

**Figuur 6: Overheidsschuld Peru als percentage van het bbp.**



Bron: Ministerio de Economía y Finanzas, "Marco Macroeconomico Multianual 2021-2024". República Del Perú, 2020, [https://www.mef.gob.pe/pol\\_econ/marco\\_macro/MMM\\_2021\\_2024.pdf](https://www.mef.gob.pe/pol_econ/marco_macro/MMM_2021_2024.pdf).

**3**

# **DE LINK MET BELGISCHE PRIVATE CREDITEURS**

**OVERZICHT  
INVESTERINGEN  
& ONDERSCHREVEN  
OBLIGATIES**



## Hier beschrijven we de rol die Belgische financiële instellingen<sup>47</sup> en belangrijke buitenlandse financiële instellingen die in België actief zijn<sup>48</sup>, spelen bij het onderschrijven van en investeren in overheidsobligaties uitgegeven door 93 lage-inkomenslanden en een selectie van midden-inkomenslanden.

Omdat deze data niet publiek voorhanden zijn, maakten we gebruik van betalende financiële databases die onderzocht werden door de onderzoeksinstelling *Profundo.nl* (zie bijlage 1 voor de geraadpleegde databases).

We geven enerzijds een overzicht van de investeringen van financiële instellingen actief in België in obligaties. Het gaat hier over het aandeel obligaties waarvan in maart 2021 'Belgische' financiële instellingen obligatiehouder (voornamelijk van eurobonds) waren. Verder focussen we op de onderschreven obligaties door financiële instellingen actief in België. De financiële instelling treedt daarbij op als tussenpersoon tussen een verstrekker en een koper van obligaties. Onderschrijven is het aankopen van obligaties met de bedoeling om ze door te verkopen. De data die we hiervan presenteren, gaan over de periode maart 2020 - maart 2021 en geven dus aan wat de onderschreven obligatiebedragen in die periode waren.

### 3.1 OVERZICHT VAN INVESTERINGEN IN OBLIGATIES

40 van de 93 geselecteerde landen gaven voor 179 miljard US dollar aan beleggingen in obligaties uit. 67% van deze beleggingen in obligaties werden uitgegeven in US dollar en 4,3% in EUR. 29% van de uitgegeven obligaties door die 40 landen werden uitgegeven sinds het begin van de coronacrisis in 2020.

Het aandeel van die 179 miljard US dollar beleggingen in obligaties dat Belgische financiële instellingen en belangrijke buitenlandse financiële instellingen actief in België investeerden, bedroeg 2,6 miljard US dollar uitgegeven door 32 landen.<sup>49</sup> Dit is 1,45% van het totaal aan investeringen door private crediteurs in obligaties van de 93 geselecteerde landen. Als we hier de vergelijking maken met andere landen waar financiële instellingen obligatiehouder zijn dan is het duidelijk dat België één van de talrijke kleinere spelers is (bijv. Oostenrijk 0,4% en Nederland 1,4%), naast enkele middennoten (bijv. Duitsland 8,3% en Italië 8%) en drie grote spelers (Taiwan 18%, Verenigd Koninkrijk 13%, Verenigde Staten 33%) (zie annex 4 voor een grafiek met het aandeel investeringen in obligaties in absolute termen per land).<sup>50</sup> Voor België gaat het over volgende financiële instellingen: Deutsche Bank, Banque Degroof Petercam, BNP Paribas, Candriam, KBC Group en Ackermans & van Haaren. 12% van de obligaties in het bezit van de geselecteerde financiële instellingen werd uitgegeven sinds het begin van de Covid-19-crisis in 2020.

Tabel 2 geeft een overzicht van de 32 landen (uit onze selectie van 93 lage- en middeninkomenslanden) waar

onze selectie van 'Belgische' financiële instellingen beleggingen in obligaties hebben. Indonesië, Turkije en Peru scoren het hoogst in absolute termen. Daarnaast hebben de geselecteerde financiële instellingen ook beleggingen in obligaties in 11 HIPC-landen<sup>51</sup> (gemarkeerd met \*). Kijken we hier per land naar het relatieve aandeel investeringen van 'Belgische' financiële instellingen ten opzichte van alle andere internationale financiële instellingen dan varieert dat 'Belgisch' aandeel van 0,003% voor Uzbekistan tot 9,29% voor Benin (zie annex 5 voor het volledige overzicht van 32 landen). De twee partnerlanden van de Belgische ontwikkelingssamenwerking in dit lijstje van 32 landen die het hoogst scoren qua aandeel 'Belgische' financiële instellingen zijn Benin (9,2%) en Senegal (4,8%).

### 3.2 OVERZICHT VAN ONDERSCHREVEN OBLIGATIES (MAART 2020-MAART 2021)

13 van de 93 landen uit onze selectie gaven obligaties uit in de periode maart 2020 - maart 2021. In totaal hebben deze 13 landen obligaties uitgegeven ter waarde van 62 miljard US dollar. Daarvan werd 54 miljard uitgegeven in US dollar, 6,2 miljard in EUR en de rest in Japanse Yen en lokale valuta.

Binnen dit totaalpakket van 62 miljard US dollar was het 'Belgische aandeel' (Belgische financiële instellingen en belangrijke buitenlandse financiële instellingen die in België actief zijn) 5,3 miljard US dollar, of 8,55% van het totaal aan onderschrijvingen door private crediteurs in obligaties van de 93 geselecteerde landen. Dit is een significant aandeel als we kijken naar andere Euro-

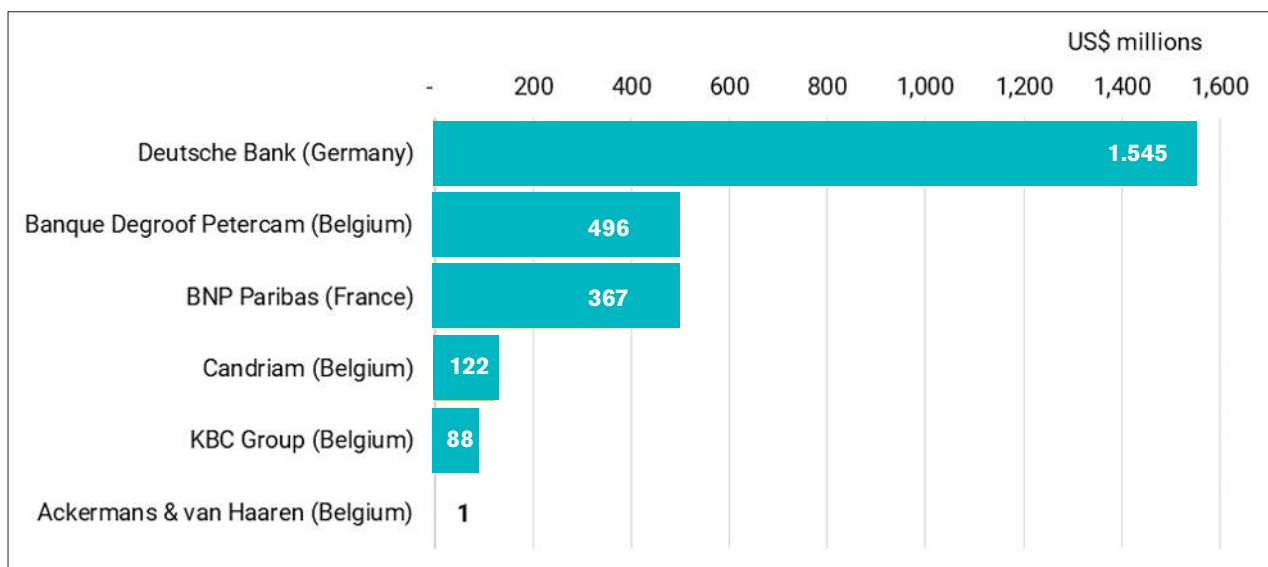
**Tabel 2: Overzicht investeringen in obligaties voor geselecteerde financiële instellingen, per land (maart 2021, in miljoen US dollar)**

<b>Land</b>	<b>Bedrag (miljoen US dollar)</b>
Indonesia	566.8
Turkey	538.5
Peru	278.4
Dominican Republic	160.9
Egypt	156.3
Philippines	153.4
Ghana*	110.4
Senegal*	99.7
Tunisia	96.3
Nigeria	74.8
Ecuador	74.5
Cote d'Ivoire*	69.7
Kenya	60.8
Angola	33.8
Benin*	21.3
Honduras*	20.5
Jamaica	19.5
Jordan	16.5
Pakistan	14.6
Lebanon	11.8
Ethiopia*	8.4
Mongolia	6.9
Mozambique*	6.2
Tajikistan	5.4
Zambia*	5.0
Morocco	3.1
Rwanda*	1.6
Cameroon*	1.2
Papua New Guinea	1.1
Uzbekistan	0.8
Republic of Congo*	0.2
Gabon	0.2
<b>Total</b>	<b>2,618.5</b>

*Bron: Refinitiv (2021, March), Bond issuances.*

Uit figuur 7 blijkt dat de grootste obligatiehouder, binnen onze selectie van financiële instellingen, Deutsche Bank is, met 1,5 miljard US dollar aan beleggingen in obligaties. Op de tweede en derde plaats vinden we Banque Degroof Petercam (496 miljoen US dollar) en BNP Paribas (367 miljoen US dollar).

**Figuur 7: Overzicht obligatiehouders voor selectie financieel instellingen en landen (maart 2021, in miljoen US dollar)**



Bron: Refinitiv (2021, March), Bond issuances.

pese landen met financiële instellingen die obligaties onderschrijven: Duitsland (3%), Spanje (3%), Zwitserland (3%), Frankrijk (8%) en het Verenigd Koninkrijk (18%) (zie annex 4 voor een grafiek met het aandeel in onderschreven obligaties in absolute termen per land).<sup>52</sup> Voor België waren het twee financiële instellingen, BNP Paribas en Deutsche Bank, die samen dit bedrag aan obligaties onderschreven: 60% (3,2 miljard USD) werd verstrekt door BNP Paribas, en 40% (2,1 miljard USD) door Deutsche Bank. Het ging over 4 miljard obligaties uitgegeven in US dollar en 1,3 miljard obligaties in EUR.

Figuur 8 toont over welke landen in het Zuiden het gaat. Kijken we hier per land naar het aandeel onderschrijvingen door 'Belgische' financiële instellingen ten opzichte van het totaal aan onderschrijvingen door andere financiële

instellingen dan ligt dat aandeel een pak hoger dan 8,55%: van 9% voor de Filipijnen tot 33,3% voor Ivoorkust (zie annex 5 voor het volledige overzicht). Voor het enige partnerland van de Belgische ontwikkelingssamenwerking, Marokko, bedroeg dit 'Belgisch' aandeel zelfs 25%. Het grootste aantal onderschreven obligaties in absolute termen door BNP Paribas en Deutsche Bank was voor Indonesië (1,9 miljard US dollar), gevolgd door Egypte (1,2 miljard US dollar) en Marokko (1,0 miljard US dollar).

#### Het 'Belgisch' aandeel in een notendop

Financiële instellingen actief in België maken deel uit van de belangrijke spelers op de internationale markten. Ze spelen daarbij ook hun rol in het verstrekken van leningen aan landen in het Zuiden, zowel als obligatiehouder als in het onderschrijven van obligaties.

Financiële instellingen actief in België waren **obligatiehouder** van 1,45% van het totaal aan investeringen door private creditoren in obligaties van de 93 geselecteerde landen. Als we hier de vergelijking maken met andere landen waar financiële instellingen obligatiehouder zijn dan is het duidelijk dat België één van de talrijke kleinere spelers is, naast enkele middenmotten en drie grote spelers (Taiwan 18%, Verenigd Koninkrijk 13%, Verenigde Staten 33%). 'Belgische' financiële instellingen (met name Deutsche Bank, Banque Degroof Petercam, BNP Paribas, Candriam, KBC Group en Ackermans & van Haaren) investeren in 32 landen, met een belangrijk aandeel voor twee partnerlanden van de Belgische ontwikkelingssamenwerking: Benin (9,2%) en Senegal (4,8%).

Wat betreft de **onderschrijvingen** tussen maart 2020 en maart 2021 (periode van de pandemie) bedroeg het aandeel onderschrijvingen door financiële instellingen actief in België 8,5% van het totaal aan investeringen door private crediteurs in obligaties van de 93 geselecteerde landen. Dit is een aanzienlijk percentage als we vergelijken met enkele andere Europese landen die obligaties onderschrijven: Duitsland (3%), Spanje (3%), Zwitserland (3%), Frankrijk (8%) en het Verenigd Koninkrijk (18%). Het gaat over twee financiële instellingen, BNP Paribas Fortis en Deutsche Bank, die obligaties van 5 landen onderschreven waarbij het 'Belgische' aandeel in die landen varieert tussen de 9% (Filipijnen) en 33,3% (Ivoorkust). Voor het enige partnerland van de Belgische ontwikkelingssamenwerking, Marokko, bedroeg dit aandeel zelfs 25%. 'Belgische' spelers waren dus erg aanwezig

als tussenpersoon op de internationale financiële markten voor die 5 landen in de periode maart 2020-2021.

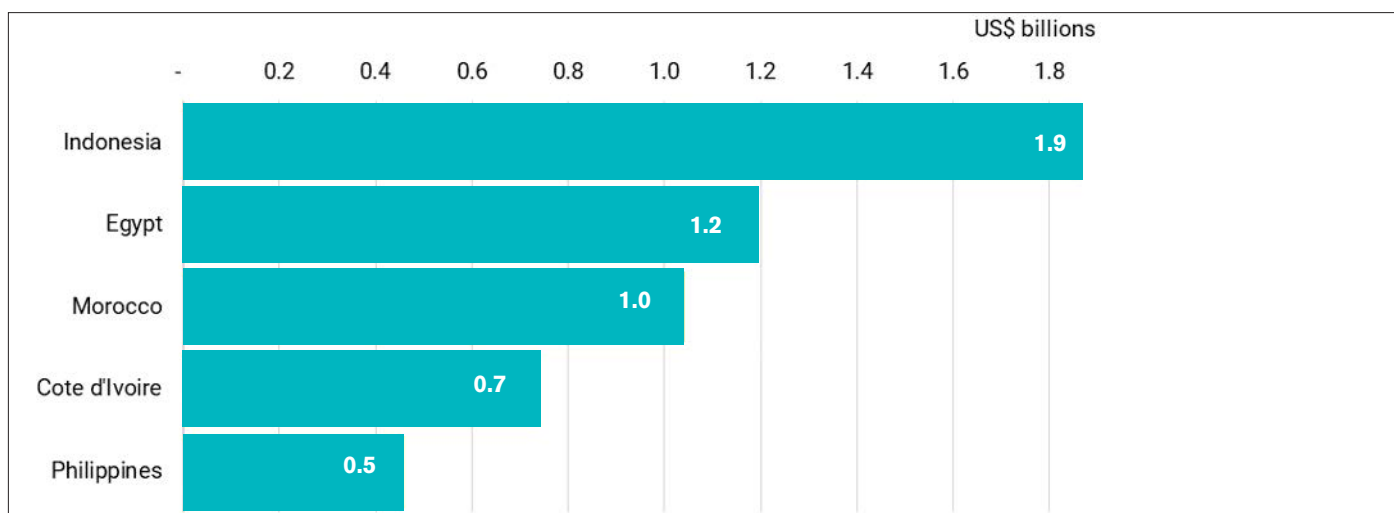
# 9,2%

## Belgisch aandeel investeringen in obligaties van Benin

Gezien hun rol op de financiële markten en hun aandeel in de schulden van landen in het globale Zuiden is het cruciaal dat België onderzoekt welke verplichtingen ze kan opleggen aan financiële instellingen actief in België. Wat betreft

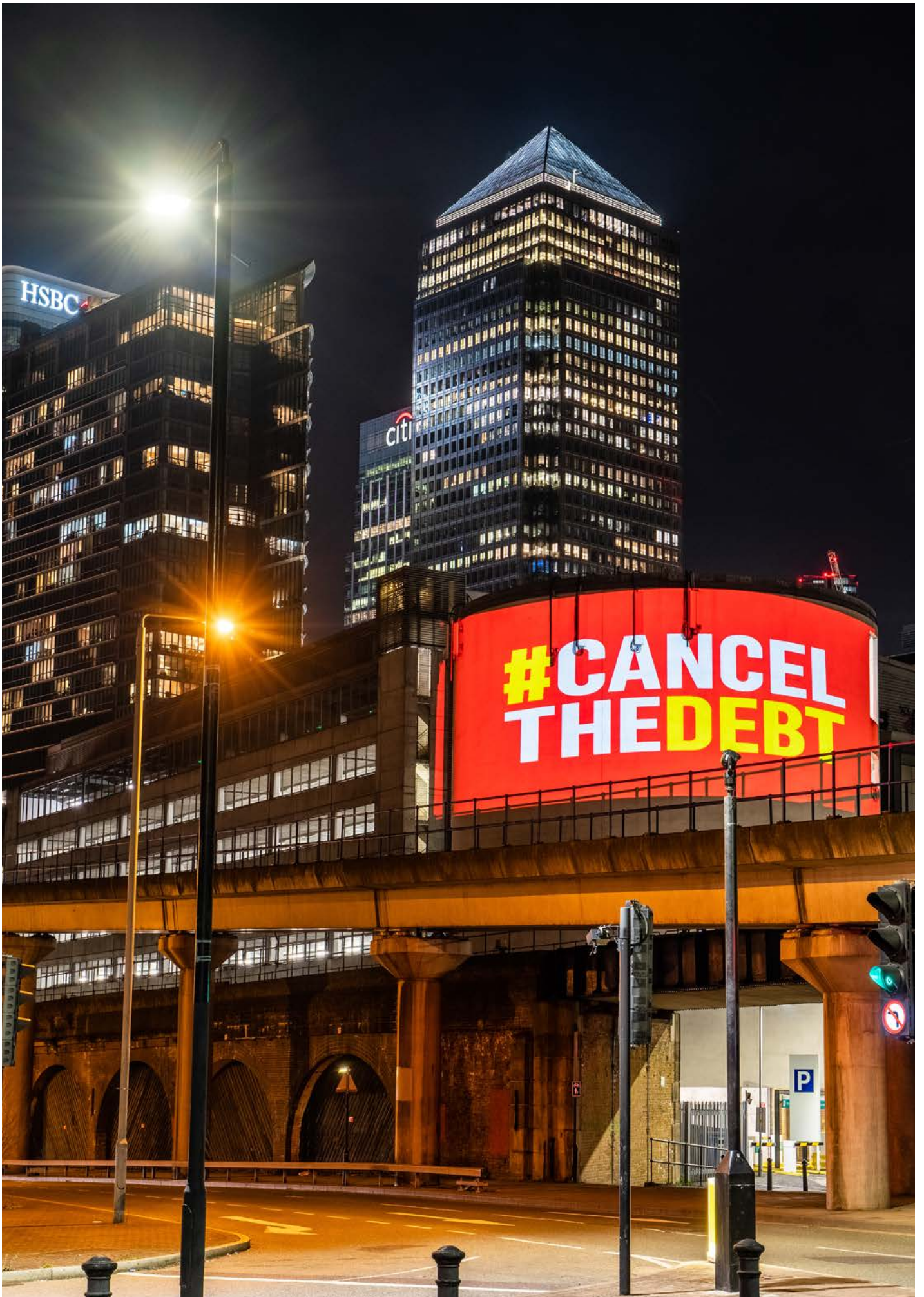
obligatiehouders, enerzijds, kan de Belgische overheid verplichtingen opleggen aangaande de obligaties waar die financiële instellingen houder van zijn. Wat betreft financiële instellingen die obligaties onderschrijven, anderzijds, kan de Belgische overheid verplichtingen opleggen omtrent toekomstige onderschrijvingen.

**Figuur 8: Overzicht landen met onderschreven obligaties door de geselecteerde financiële instellingen (maart 2020 – maart 2021, in miljard US dollar)**



Bron: Refinitiv (2021, March), Bond issuances.





© Robin Prime/Christian Aid (Flickr)

4

**WAT  
MOET  
ER  
GEBEUREN?**

**UITDAGINGEN  
& AANBEVELINGEN**

**Zoals we hierboven beschreven, veranderde de samenstelling en de aard van overheids-schulden van landen in het Zuiden het afgelopen decennium sterk: ze werden complexer en duurder, onder andere doordat er meer van private commerciële kredietverleners geleend werd.**

Dit bracht nieuwe risico's met zich mee, die tijdens de coronacrisis leidden tot schrijnende financiële keuzes. Bepaalde landen moesten kiezen tussen het terugbetalen van schulden en uitgaven voor publieke dienstverlening

zoals gezondheidszorg. De coronacrisis toonde zo aan dat landen niet kunnen rekenen op de goodwill van private crediteurs. Niet alleen ageren private crediteurs als free-riders omdat ze in tijden van crisis geen schuldverlichtingsinspanningen aan de debiteurlanden leveren en de facto de (beperkte) verlichtingsinitiatieven van andere crediteurs incasseren. Daarnaast profiteren ze ook van het internationale financiële systeem dat in het voordeel van kredietverleners werkt.

#### 4.1 UITDAGINGEN

We lichten hier vier centrale problemen en uitdagingen uit voor landen die leningen bij private crediteurs hebben:

**1. Private crediteurs zijn free-riders in bestaande schuldverlichtingsinitiatieven:** De antwoorden op internationaal niveau op het vlak van schuldverlichting zijn ontoereikend. Het is dan ook des te problematischer dat private crediteurs zelfs niet verplicht worden om deel te nemen aan de zeer

beperkte initiatieven die wel in het leven werden geroepen. Bovendien is het problematisch dat private crediteurs weigeren deel te nemen aan schuldherstructureringsprocessen waar andere crediteurs wel aan deelnemen.

#### **2. Juridische risico's door aasgierfondsen voor debiteurlanden:**

Contracten met private crediteurs zijn vaak zo opgesteld dat crediteurs kunnen weigeren om deel te nemen in een schuldherstructurering waar wel een meerderheid van de andere crediteurs aan deelneemt. Die private crediteurs kunnen vervolgens een land aanklagen voor een veel hoger bedrag. In het bijzonder vormen aasgierfondsen hier een belangrijk risico voor landen in het Zuiden. Het zijn spelers die miljarden dollars dreigen af te dwingen van landen in financiële problemen door de coronacrisis (zie kader 'Aasgierfondsen').

## AASGIERFONDSEN

Aasgierfondsen zijn private ondernemingen die tegen zeer lage prijzen de schuld opkopen van overheden die hun schulden niet meer kunnen afbetalen of daar een grote kans op lopen. Deze aasgierfondsen nemen dan voor verschillende rechtbanken in verschillende landen gerechtelijke stappen om 100% betaling terug te eisen, plus rente en boetes. Dit is een uiterst lucratieve business voor deze fondsen. Die zien soms, volgens het rapport over aasgierfondsen dat in 2016 aan de VN-Mensenrechtenraad gepresenteerd werd, hun winstpercentages oplopen tot 2000%.<sup>53</sup>

Een tekenend voorbeeld van deze ontoelaatbare praktijken is het beroep dat NML Capital instelde tegen Argentinië, dat in 2001 te kampen had met een ernstige crisis zonder weerga. NML Capital kon daardoor een winst van meer dan 1270%<sup>54</sup> opstrijken, terwijl 93% van de schuldeisers die met Argentinië onderhandelden, voorstander waren van een schuldherstructurering. Uit dit voorbeeld blijkt hoe aasgierfondsen met hun juridische acties onevenredige en exorbitante winsten nastreven, ten koste van de mensenrechten. Ze negeren op die manier de wettelijke verplichtingen van overheden tegenover hun bevolking, die voorrang zouden moeten krijgen op de terugbetaling van schulden.



**3. Gebrek aan transparantie:** Er bestaat geen transparantie over wie de eigenaars zijn van staatsobligaties uitgegeven door landen in het Zuiden. Overheden in het Zuiden hebben daar vaak zelf geen of nauwelijks zicht op.

**4. Een onhoudbaar schuldsysteem en de afwezigheid van een gecoördineerde en omvattende aanpak voor schuldherschuldherstructurering:** Het huidige systeem laat roekeloze leningen toe en leidt tot onhoudbare schuldaccumulatie. Bovendien bestaat er momenteel geen internationale faillissementswetgeving voor overheden en een mechanisme dat de herstructurering van schulden regelt voor landen die hun schulden niet langer kunnen afbetalen.

## 4.2 BELEIDS-AANBEVELINGEN

Aangezien ook belangrijke financiële instellingen actief in België deel uitmaken van het complexe geheel van obligatiehouders van landen in het Zuiden, vragen we aan de Belgische overheid om volgende beleidsmaatregelen te nemen die antwoorden op de vier centrale problemen hierboven.

Op korte termijn is het noodzakelijk dat volgende concrete initiatieven worden genomen:

### 1. VOORKOMEN DAT PRIVATE CREDITEURS ALS FREE-RIDER AGEREN TIJDENS DE CRISIS

**1.a. Deelname aan de bestaande initiatieven:** We verwachten minimaal dat private crediteurs verplicht worden om deel te nemen aan de beperkte bestaande initiatieven, met name het Debt Service Suspension Initiative (DSSI) en het Common Framework (CF). Boven-

dien moet men maatregelen nemen die DSSI-landen beschermen tegen rechtszaken van schuldeisers.

- > Van België verwachten we dan ook dat het op internationaal niveau steevast pleit voor de verplichte betrokkenheid van private crediteurs in het DSSI en het CF.
- > We verwachten ook dat België binnen de Europese Unie en de Verenigde Naties pleit voor de invoering van maatregelen om DSSI-landen te beschermen tegen gerechtelijke stappen door private schuldeisers.

**1.b. Wetgeving die private crediteurs verplicht om deel te nemen aan schuldherschuldherstructureringsinitiatieven:** Het is cruciaal dat er zo snel mogelijk nagegaan wordt op welke manier financiële instellingen actief in België verplicht kunnen worden om deel te nemen aan schuldherschuldherstructureringsinitiatieven. België heeft, gezien de uitdagingen van de crisis, het aandeel van Belgische financiële instellingen in de schuldenlast van landen in het Zuiden en het aandeelhouderschap van de Belgische staat in BNP Paribas,<sup>55</sup> hier een voortrekkersrol in te spelen.

- > Wij pleiten ervoor dat België onderzoekt of het een wet kan aannemen die private schuldeisers die een band met België hebben (met name de financiële instellingen die we in dit rapport besproken hebben), verplicht om deel te nemen aan schuldherschuldherstructureringsinitiatieven, zodat zij niet meer betaald krijgen dan de andere schuldeisende overheden die wel deelnemen aan schuldverlichtingsinitiatieven.

## 2. WETGEVING DIE DEBITEURLANDEN TEGEN JURIDISCHE STAPPEN VAN AASGIERFONDSEN BESCHERMT

België loopt voorop op het vlak van aasgierfondsen, omdat het een van de meest geavanceerde wetten<sup>56</sup> heeft die verhinderen dat deze fondsen een onrechtmatig voordeel krijgen voor Belgische rechtbanken en gerechtshoven. België zit dus in een bevoorrechte positie om te pleiten voor een veralgemening van dit soort wetgeving, met name op internationaal en Europees niveau.

- > België moet haar bestaande expertise over aasgierfondsen delen en ervoor pleiten dat andere landen en de EU wetgeving aannemen die gelijkwaardig is aan de Belgische wet van 12 juli 2015 over de strijd tegen deze fondsen.

Op de langere termijn zijn volgende initiatieven van belang:

### 3. VERPLICHTINGEN OP VLAK VAN TRANSPARANTIE

Een cruciale voorwaarde om private crediteurs aan schuldverlichting te laten deelnemen, vereist betere regelgeving op het vlak van beschikbare informatie over wie in staatsobligaties investeert en ze verhandelt. Zolang overheden en beleidsmakers in het Zuiden zelf geen zicht hebben op de meerderheid van hun obligatiehouders kunnen ze financiële instellingen niet vragen of dwingen om deel te nemen aan schuldverlichting. Er is dus nood aan transparantiemaatregelen. Zo kan een verplichting tot registratie in een openbaar toegankelijk register voor staatsschulden zowel het risicobeheer van staatsschulden als een



schuldherstructureringsproces helpen verbeteren. Een dergelijk publiek toegankelijk register moet deel uitmaken van een op te richten mechanisme voor de herstructurering van overheidsschulden onder de VN, wat een centrale eis is van het internationale middenveld. Maar ook op nationaal niveau (van crediteurlanden) kan gewerkt worden aan dergelijke verplichtende transparantiemaatregelen zoals een register.

> Van België verwachten we dat het onderzoekt welke transparantiemaatregelen het kan invoeren, zoals het oprichten van een register, met betrekking tot staatsobligaties van landen in het Zuiden die in handen zijn van financiële instellingen actief in België.

> Op internationaal niveau moet ons land pleiten voor de oprichting van een multilateraal mechanisme voor schuldherstructurering onder de VN, dat ook een publiek register dient te bevatten (zie volgende aanbeveling).

#### 4. MULTILATERAAL MECHANISME VOOR SCHULDHERSTRUCTURERING

Er is nood aan de oprichting van een onafhankelijk, transparant en rechtvaardig multilateraal mechanisme voor de herstructurering van overheidsschulden binnen de VN, dat alle type schulden behandelt. Dit moet overheden, die niet langer kunnen voldoen aan hun schuldafbetalingen, toelaten om hun schulden te herstructureren op een manier die voor alle schuldeisers bindend is. Een dergelijk mechanisme van internationale faillissementswetgeving werd al in 2001 door het IMF voorgesteld.<sup>57</sup> Een soortgelijk mechanisme werd in 2015 voorgesteld binnen de VN door landen uit het globale Zuiden, op basis van de negen principes uit VN-resolutie 68/304 'Towards the establishment of a multilateral legal framework for sovereign debt restructuring processes', die door een brede meerderheid van lidstaten van de Algemene Vergadering van de VN werd aangenomen. Echter, de EU en verschillende andere geïndustrialiseerde

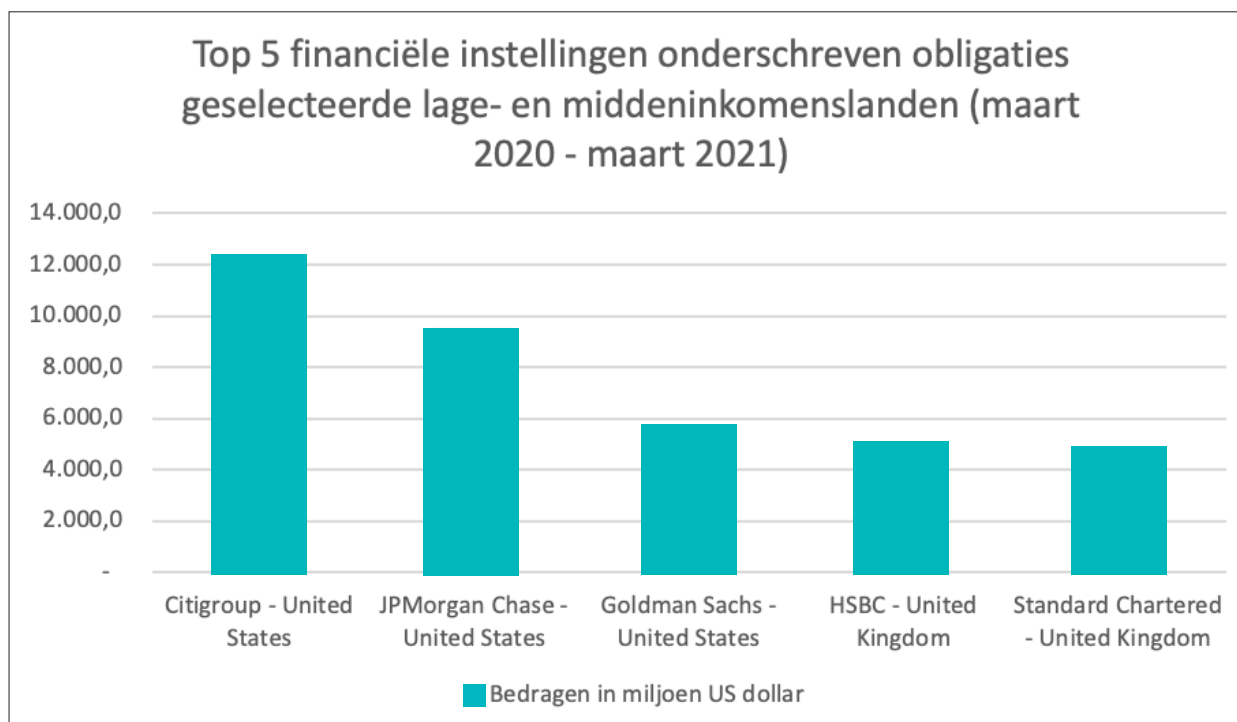
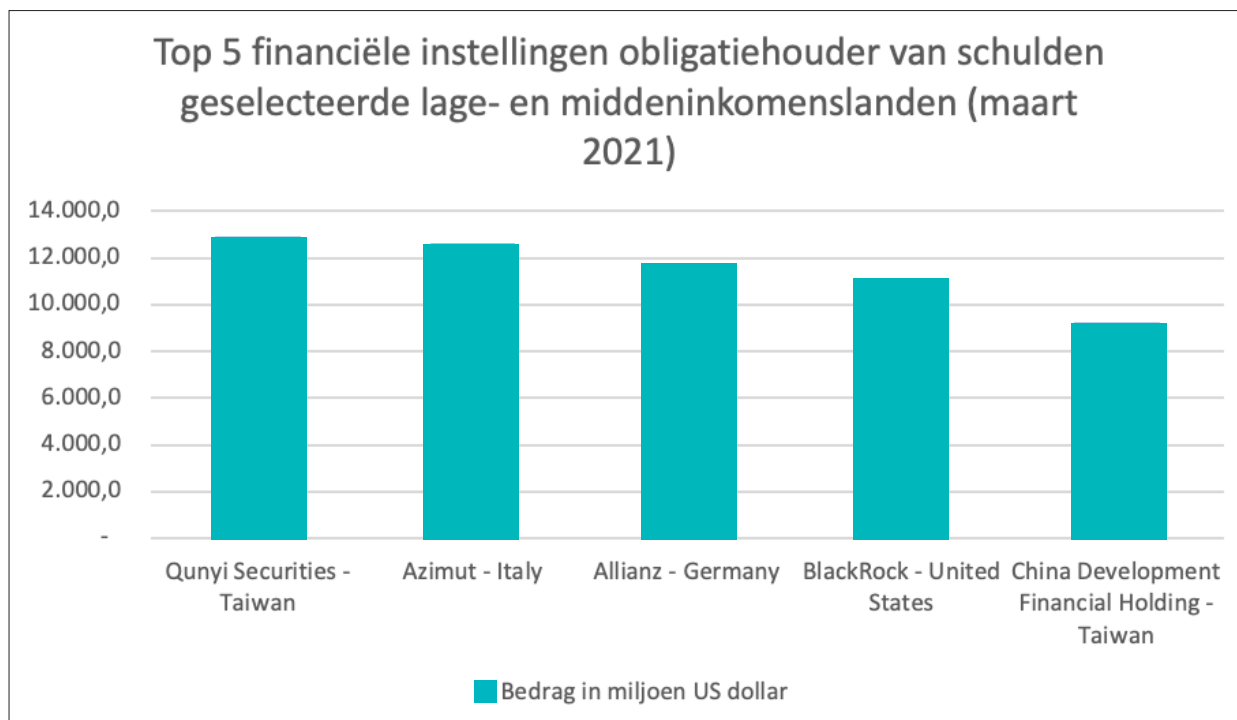
lidstaten hebben het verdere proces tot oprichting van zo'n multilateraal mechanisme toen geblokkeerd.<sup>58</sup> De oprichting van een dergelijk mechanisme zou er ook toe bijdragen dat de kwijtschelding van de schuld bindend is voor alle private schuldeisers, waaronder ook aasgierfondsen.

> België moet op multilaterale fora pleiten voor de invoering van een eerlijk en transparant multilateraal mechanisme onder de VN voor de herstructurering van de overheidsschuld.



# BIJLAGEN

## Annex 1



## Annex 2

### Geselecteerde financiële instellingen

Dit onderzoek richtte zich op Belgische financiële instellingen en belangrijke buitenlandse financiële instellingen die in België actief zijn. De volgende financiële instellingen werden in het onderzoek opgenomen omdat ze ook door de Bankwijzer (Fair Finance Guide Belgium) worden gedekt:

Argenta  
Belfius  
BNP Paribas  
Deutsche Bank  
ING Group  
KBC Group  
Triodos Bank  
Van Lanschot Kempen  
VDK Bank  
Candriam (Belgian subsidiary of US New York Life)

Alle geïdentificeerde institutionele beleggers met hoofdzetel in België werden eveneens opgenomen.

### Databronnen

De data in dit rapport over de rol die Belgische financiële instellingen en belangrijke buitenlandse financiële instellingen die in België actief zijn, spelen bij het onderschrijven van en investeren in overheidsobligaties uitgegeven door lage-inkomenslanden en de hierboven vermelde selectie van midden-inkomenslanden, werden verzameld door Profundo. Deze onderzoeksinstelling maakte daarbij gebruik van volgende databases:

- De financiële databases Refinitiv en Bloomberg werden gebruikt om obligatie-uitgiftes en obligatie-onderschrijvers te identificeren voor de periode maart 2020 - maart 2021.
- EMAXX werd gebruikt om institutionele beleggers te identificeren die op het moment van het onderzoek (maart 2021) staatsobligaties in handen hadden die door de geselecteerde landen waren uitgegeven.

## Geselecteerde landen

De obligaties uitgegeven en schulden aangehouden door de 73 laagste-inkomenslanden die in aanmerking komen voor het Debt Service Suspension Initiative (DSSI) (IDA-landen), en de Belgische partnerlanden voor ontwikkelingssamenwerking voor zover deze nog niet tot de IDA-landen behoren, alsook een lijst van 18 geselecteerde midden-inkomenslanden, werden onderzocht. Deze 93 landen worden hieronder opgelijst:

Afghanistan	Ethiopia	Marshall Islands	Sierra Leone
Algeria	Fiji	Mauritania	Solomon Islands
Angola	Gabon	Micronesia	Somalia
Bangladesh	Gambia	Mongolia	South Sudan
Benin	Ghana	Morocco	St Lucia
Bhutan	Grenada	Mozambique	St Vincent
Burkina Faso	Guinea	Myanmar	Sudan
Burundi	Guinea-Bissau	Nepal	Syrian Arab Republic
Cambodia	Guyana	Nicaragua	Tajikistan
Cameroon	Haiti	Niger	Tanzania
Cape Verde	Honduras	Nigeria	Timor-Leste
Central African Republic	Indonesia	Pakistan	Togo
Chad	Jamaica	Palestinian Territories	Tonga
Comoros	Jordan	Papua New Guinea	Tunisia
Cote d'Ivoire	Kenya	Peru	Turkey
Cuba	Kiribati	Philippines	Tuvalu
Democratic Republic of Congo	Kyrgyz Republic	Republic of Congo	Uganda
Djibouti	Laos	Rwanda	Uzbekistan
Dominica	Lebanon	Samoa	Vanuatu
Dominican Republic	Lesotho	Sao Tome and Principe	Vietnam
Ecuador	Liberia	Senegal	Yemen
Egypt	Madagascar	Seychelles	Zambia
Eritrea	Malawi		Zimbabwe
	Maldives		
	Mali		

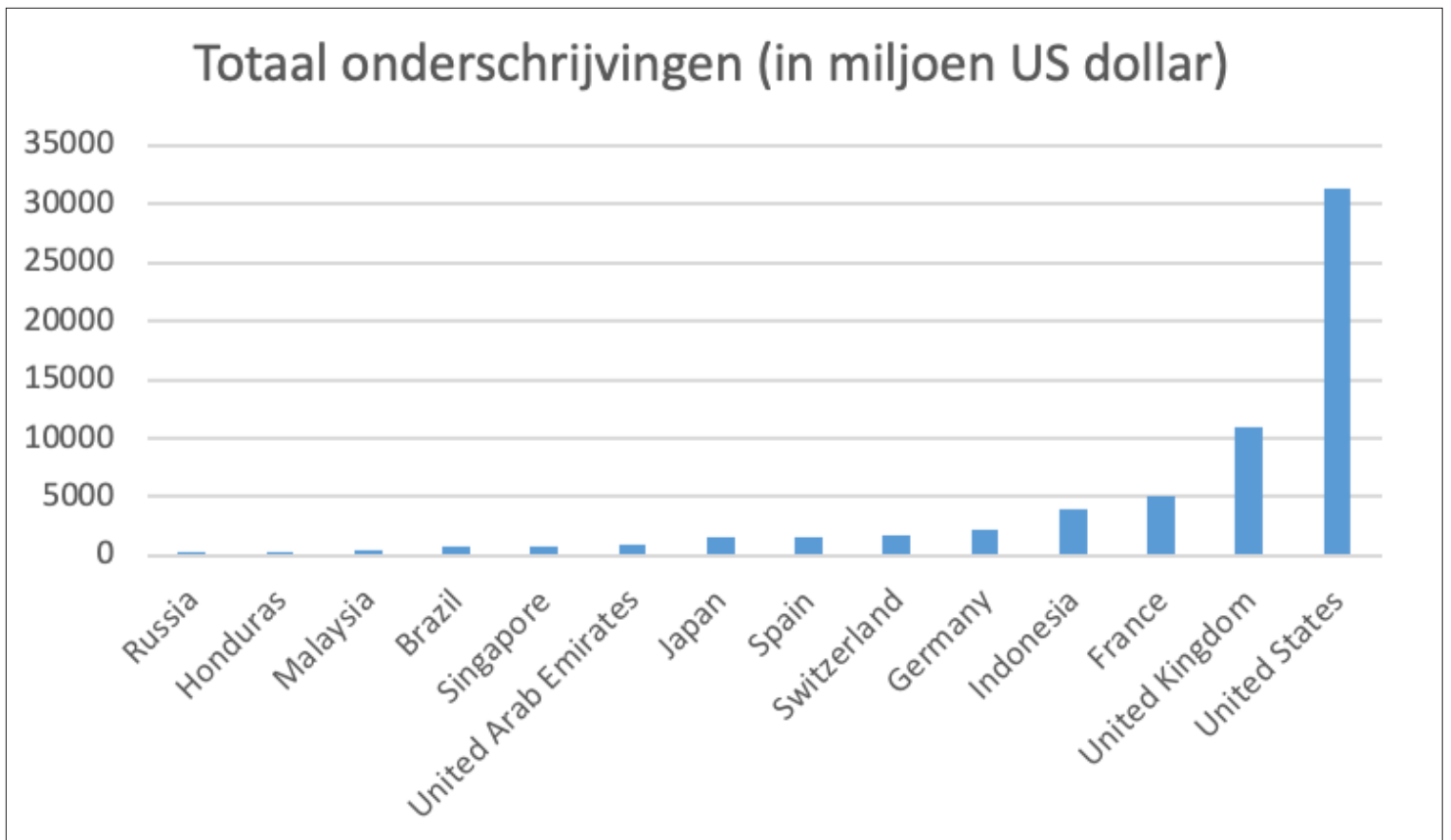
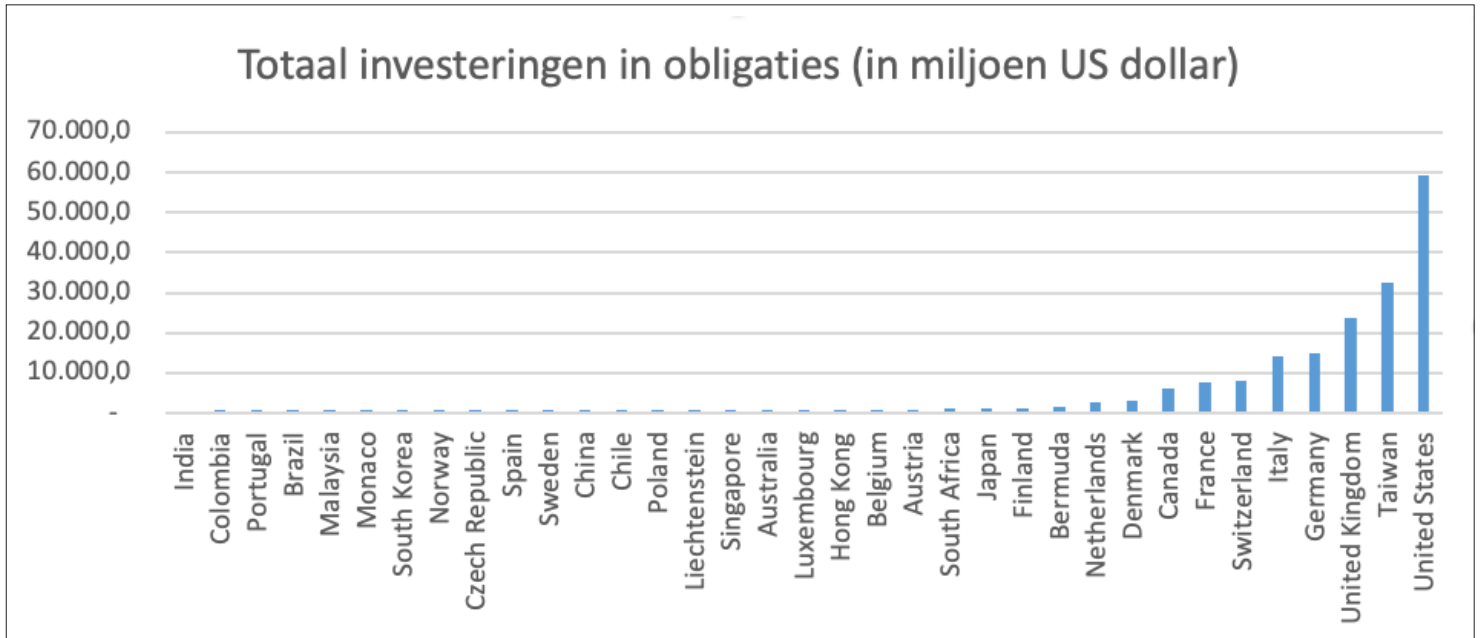
N.B.: Obligaties uitgegeven door staatsbedrijven vielen buiten het bestek van dit onderzoek. Alleen obligaties die door de overheid, ministeries en centrale banken zijn uitgegeven, worden hier in aanmerking genomen.

## Annex 3

Vervaldatum	Intrestvoet	Investerings door volgende 'Belgische' financiële instellingen	Bedrag aan obligaties (in miljoen US dollar)	Totaalsom aandeel obligaties /vervaldatum
2021	8,75%	BNP Paribas	1,977	2,222
		Deutsche Bank	0,245	
2024	6,25%	Banque Degroof Petercam	0	14,5
		BNP Paribas	2,3	
		Deutsche Bank	12,2	
2028	4,75%	Banque Degroof Petercam	8,299	55,947
		Deutsche Bank	47,648	
2033	6,25%	Banque Degroof Petercam	13,01	19,571
		BNP Paribas	2,364	
		Candriam	0,597	
		Deutsche Bank	3,6	
2048	6,75%	BNP Paribas	0,2	0,2
	7%	Banque Degroof Petercam	3,004	7,259
		BNP Paribas	0,236	
		Candriam	0,719	
		Deutsche Bank	3,3	
Eindtotaal				99,699



## Annex 4



## Annex 5

<b>'Belgische' financiële instellingen zijn obligatiehouder van obligaties van 32 landen</b>	<b>Aandeel obligaties waarvan 'Belgische' financiële instellingen obligatiehouder is</b>
Angola	1,0%
Benin	9,3%
Cameroon	0,4%
Cote d'Ivoire	2,0%
Dominican Republic	1,8%
Ecuador	1,6%
Egypt	1,4%
Ethiopia	1,6%
Gabon	0,05%
Ghana	2,2%
Honduras	2,6%
Indonesia	1,4%
Jamaica	1,6%
Jordan	1,0%
Kenya	2,0%
Lebanon	0,6%
Mongolia	0,6%
Morocco	0,4%
Mozambique	1,8%
Nigeria	1,7%
Pakistan	0,9%
Papua New Guinea	0,4%
Peru	1,4%
Philippines	0,9%
Republic of Congo	0,1%
Rwanda	0,8%
Senegal	4,8%
Tajikistan	2,6%
Tunisia	7,4%
Turkey	3,3%
Uzbekistan	0,003%
Zambia	0,5%

<b>Belgische financiële instellingen onderschreven obligaties van 5 landen tussen maart 2020-2021</b>	<b>Aandeel obligaties dat Belgische financiële instellingen onderschreven tussen maart 2020-2021</b>
Indonesia	14,2%
Egypt	12,5%
Morocco	25,0%
Cote d'Ivoire	33,3%
Philippines	9,0%

# EINDNOTEN

1. Voor meer informatie zie 11.11.11, CADTM, CNCD-11.11.11, Entraide & Fraternité, Oxfam België, "Een antwoord op de Covid-19-crisis: België en de kwijtschelding van de schuld van landen in het Zuiden. Briefing paper". Maart 2021 (gereviseerde versie). <https://11.be/sites/default/files/2021-03/briefing-schulden-covid-NLupdate-20210311.pdf>
2. [www.profundo.nl/over\\_ons](http://www.profundo.nl/over_ons)
3. In lage-inkomenslanden steeg de overheidsschuld gemiddeld van 38,7% van het bbp in de periode 2010-2014 tot 47% in 2019. Fresnillo, I., "Out of service. How public services and human rights are being threatened by the growing debt", EURODAD, februari 2020, p. 19.
4. Fresnillo, I., "Out of service. How public services and human rights are being threatened by the growing debt", EURODAD, februari 2020, p. 19, <https://eurodad.org/files/pdf/1547133-out-of-service-how-public-services-and-human-rights-are-being-threatened-by-the-growing-debt-crisis.pdf> en <https://www.un.org/africarenewal/magazine/april-2014/hunting-eurobonds>
5. UNCTAD, "From the Great Lockdown to the Great Meltdown : Developing Country Debt in the Time of Covid-19" , april 2020, p.3, [https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/gdsinf2020d3\\_en.pdf](https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/gdsinf2020d3_en.pdf)
6. Data op basis van de World Bank International Debt Statistics database
7. <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/34588/9781464816109.pdf>, p. 15
8. Data op basis van de World Bank International Debt Statistics database
9. Het gaat hier over low income developing countries (LIDC). LIDC is een IMF-classificatie, die 59 landen omvat die toegang hebben tot concessionele leningsfaciliteiten van het IMF, een BNI per capita van de bevolking onder de 2.700 US dollar maar geen goed ontwikkelde financiële markten hebben om als opkomende economieën beschouwd te worden.
10. Bonizzi, B., Laskaridis, C. & Griffiths, J., "Private lending and debt risks of low-income developing countries", ODI, juni 2020, p. 11, [https://cdn.odi.org/media/documents/200615\\_private\\_lending\\_debt\\_risks.pdf](https://cdn.odi.org/media/documents/200615_private_lending_debt_risks.pdf).
11. "Under the radar. Private sector debt and coronavirus in developing countries", Christian aid, Cafod, Oxfam, Jubilee Debt Campaign, Global Justice Now, p. 3, <https://oxfamilibrary.openrepository.com/bitstream/handle/10546/621063/mb-under-radar-private-sector-debt-121020-en.pdf>
12. Wanneer financiële instellingen de obligaties onderschrijven, nemen zij het risico op zich om de nieuw uitgegeven obligaties van de onderneming of de overheid te kopen; vervolgens verkopen zij de obligaties door aan het publiek of aan handelaars die ze aan het publiek verkopen. De financiële instelling maakt winst op basis van het verschil tussen de aankoopprijs en de verkoopprijs; dit verschil wordt ook wel de underwriting spread genoemd.
13. Uit het rapport *Under the radar* blijkt alvast dat Blackrock, HSBC, Goldman Sachs, Legal & General, JP Morgan en UBS schuldvorderingen hebben op een volgende Afrikaanse landen: Ghana, Kenia, Nigeria, Senegal en Zambia.
14. Ghana, Kenia, Nigeria, Senegal en Zambia
15. "Under the radar. Private sector debt and coronavirus in developing countries", Christian aid, Cafod, Oxfam, Jubilee Debt Campaign, Global Justice Now, p. 3, <https://oxfamilibrary.openrepository.com/bitstream/handle/10546/621063/mb-under-radar-private-sector-debt-121020-en.pdf>
16. We merken wel op dat zelfs voor concessionele leningen aan de laagste inkomenslanden (IDA-landen), de Wereldbank 0,75% provisie aanreken op de waarde van de lening. Ook de rentetarieven zijn zeker niet altijd laag: naargelang de categorie van het land variëren ze tussen 2,5 en 7,5%. Zie: "Covid-19: Wat kan België doen op het vlak van multilaterale schulverlichting?", 11.11.11, CNCD-11.11.11, Entraide & Fraternité, Oxfam België, CADTM, april 2021, <https://11.be/sites/default/files/2021-04/nota-schuldverlichting-multilateraal-covid%2019.pdf>
17. Mureithi, C., "Why investors can't get enough of Africa's debt", Quartz Africa, 18 april 2021, <https://qz.com/africa/1996978/why-investors-have-a-huge-appetite-for-african-eurobonds/>
18. Bonizzi, B., Laskaridis, C. & Griffiths, J., "Private lending and debt risks of low-income developing countries", ODI, juni 2020, p. 11, [https://cdn.odi.org/media/documents/200615\\_private\\_lending\\_debt\\_risks.pdf](https://cdn.odi.org/media/documents/200615_private_lending_debt_risks.pdf).
19. Fresnillo, I., "Out of service. How public services and human rights are being threatened by the growing debt", EURODAD, februari 2020, p. 10, <https://eurodad.org/files/pdf/1547133-out-of-service-how-public-services-and-human-rights-are-being-threatened-by-the-growing-debt-crisis.pdf>
20. Maganga, R., "Debt servicing or COVID-19 response? An impossible choice for developing countries", Oxfam HECA, 24 juli 2020, <https://heca.oxfam.org/latest/blogs/debt-servicing-or-covid-19-response-impossible-choice-developing-countries>
21. Jubilee Debt Campaign, "Sixty-four countries spend more on debt payments than health". 12 april 2020, <https://jubileedebt.org.uk/press-release/sixty-four-countries-spend-more-on-debt-payments-than-health>
22. "De toegang tot de internationale markten valt vaak samen met een verslechtering van de schulddynamiek en een grotere kwetsbaarheid. Uit een onderzoek van de schuldevolutie, de interestkosten en groei bij een steekproef van 20 landen die na 2005 voor het eerst toegang kregen tot de internationale obligatiemarkten, blijkt dat de verhouding tussen hun schuldafbetalingen en inkomsten constant steeg. Dit is te verwachten, maar de groeipercentages in de vijf jaar daarna hebben zich over het algemeen niet hernomen, hetgeen bijdraagt tot een zwakkere interne schulddynamiek." IMF, "The Evolution of Public Debt Vulnerabilities In Lower Income Economies", Policy Paper No. 20/003, februari 2020, <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2020/02/05/The-Evolution-of-Public-Debt-Vulnerabilities-In-Lower-Income-Economies-49018>

23. Het onderzoek stelt dat de 5 landen (Burkina Faso, Cambodja, Madagaskar, Nicaragua, Nepal) van de 60 onderzochte landen die de laagste schuldenlast hebben, grotendeels een stijgende bbp-groei kenden en toegenomen publieke uitgaven, nauwelijks gebruikgemaakt hebben van externe private leningen. "Of private leningen met hoge rentes nu goed kunnen worden gebruikt of niet, uit deze voorbeelden blijkt [alleszins] dat ze niet nodig zijn voor een consistente groei en hogere overheidsuitgaven." Jones, T., "Rising Debt Burdens, the Impact on Public Spending, and the Coronavirus Crisis", CGD, december 2020, p. 11., <https://www.cgdev.org/publication/rising-debt-burdens-impact-public-spending-and-coronavirus-crisis>
24. Bonizzi, B., Laskaridis, C. & Griffiths, J., "Private lending and debt risks of low-income developing countries", ODI, juni 2020, p. 13, [https://cdn.odi.org/media/documents/200615\\_private\\_lending\\_debt\\_risks.pdf](https://cdn.odi.org/media/documents/200615_private_lending_debt_risks.pdf)
25. Ibid.
26. Fresnillo, I., "Shadow report on the limitations of the G20 Debt Service Suspension Initiative: Draining out the Titanic with a bucket?", Eurodad, oktober 2020, [https://www.eurodad.org/g20\\_dssi\\_shadow\\_report](https://www.eurodad.org/g20_dssi_shadow_report)
27. Shalal, A., "G20, G7 should push private creditors to join debt relief efforts - Malpass", Reuters, 29 maart 2021, <https://www.reuters.com/article/g20-debt-world-bank-int-idUSKBN2BL2SR>
28. Watkins, K., "Delivering debt relief for the poorest", IMF, Finance & Development, Fall issue, 2020 <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2020/08/debt-relief-for-the-poorest-kevin-watkins.htm#:~:text=The%20scheduled%20repayment%20profile%20turns,rates%20during%20a%20payment%20holiday>
29. Brettonwoods project, "G20 debt proposal continues to favour creditors, 14 december 2020, <https://www.brettonwoodsproject.org/2020/12/g20-debt-proposal-continues-to-favour-creditors/>
30. In het geval van Zambia bestaat er een groep private crediteurs die zichzelf de Zambia External Bondholder Committee noemt. Er is weinig geweten over wie er deel uitmaakt van dit comité. Wel wordt Candriam, die één van de focus investeerders is in ons onderzoek in een document als lid genoemd. Dit comité heeft in november 2020 een verklaring afgelegd waarin het zich "het recht voorbehoudt om andere opties en rechtsmiddelen te overwegen zoals bepaald in de voorwaarden van de euro-obligaties als reactie op het in gebreke blijven van Zambia met betrekking tot de schuld". Het belangrijkste rechtsmiddel dat in deze voorwaarden is opgenomen, is een rechtszaak tegen de Zambiaanse regering in het Verenigd Koninkrijk, omdat de Zambiaanse obligaties onder het Britse recht vallen.
31. Zie Soto, A. & Hoije, K., "Chad Asks to suspend Payments on Glencore Oil-Backed Loan", Bloomberg, 20 september 2020, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-09-20/chad-asks-to-suspend-payments-on-glencore-oil-backed-loan> en Fresnillo, I., "Shadow report on the limitations of the G20 Debt Service Suspension Initiative: Draining out the Titanic with a bucket?", Eurodad, 14 oktober 2020, [https://www.eurodad.org/g20\\_dssi\\_shadow\\_report](https://www.eurodad.org/g20_dssi_shadow_report)
32. "Under the radar. Private sector debt and coronavirus in developing countries", Christian aid, Cafod, Oxfam, Jubilee Debt Campaign, Global Justice Now, p. 3, <https://oxfamlibrary.openrepository.com/bitstream/handle/10546/621063/mb-under-radar-private-sector-debt-121020-en.pdf>
33. Munevar, D., "A debt pandemic. Dynamics and implications of the debt crisis of 2020", Eurodad, p. 10 [https://www.eurodad.org/2020\\_debt\\_crisis\\_en](https://www.eurodad.org/2020_debt_crisis_en) <https://www.ft.com/content/8ef4792c-9ef1-4b4e-a296-73895034124f>
34. 34 We merken hier op dat het IMF en Wereldbank zelf niet deelnemen aan de beperkte schuldverlichtingsinitiatieven die in het leven werden geroepen zoals het Debt Service Suspension Initiative en het Common Framework.
35. Wheatly, J., "Feeble growth and chunky debt piles hold back emerging economies", Financial Times, maart 2021, <https://www.ft.com/content/b9164299-5a57-4548-9204-370316f47814>
36. Wheatly, J., "Emerging economies tap debt markets but risks pile up ahead", Financial Times, september 2020, <https://www.ft.com/content/8ef4792c-9ef1-4b4e-a296-73895034124f>
37. Diallo, A.O., « Le Sénégal lève 2,2 milliards de dollars sur les marchés internationaux », Jeune Afrique, Economie & Finance, 7 maart 2018, <https://www.jeuneafrique.com/540081/economie/le-senegal-leve-22-milliards-de-dollars-sur-les-marches-internationaux/>
38. De Lesseux, W., « Le Sénégal risque-t-il le surendettement? », rfi, 22 februari 2020, <https://www.rfi.fr/fr/afrique/20200222-endettement-senegal-rapport-fmi>
39. Bonizzi, B., Laskaridis, C. & Griffiths, J., "Private lending and debt risks of low-income developing countries", ODI, juni 2020, p. 29, [https://cdn.odi.org/media/documents/200615\\_private\\_lending\\_debt\\_risks.pdf](https://cdn.odi.org/media/documents/200615_private_lending_debt_risks.pdf).
40. Bonizzi, B., Laskaridis, C. & Griffiths, J., "Private lending and debt risks of low-income developing countries", ODI, juni 2020, p. 28, [https://cdn.odi.org/media/documents/200615\\_private\\_lending\\_debt\\_risks.pdf](https://cdn.odi.org/media/documents/200615_private_lending_debt_risks.pdf).



41. Van de 77 landen waarvan gegevens over het sterftcijfer zijn verzameld, staat Peru op de eerste plaats. Het sterftcijfer bedroeg 250 per 100.000 inwoners, wat een stijging inhoudt van 73% ten opzichte van 2019. Zie: Karlinsky, A., & Kobak, D. "The World Mortality Dataset: Tracking excess mortality across countries during the COVID-19 pandemic". MedRxiv : The Preprint Server for Health Sciences, 2021, 1–10. <https://doi.org/10.1101/2021.01.27.21250604>. Volgens een opiniepeiling dacht slechts 22% van de bevolking dat het land, de gezondheidssector (21%), de ziekenhuizen (17%) en de dokters (46%) voorbereid waren op de COVID-19-pandemie. Zie: Mejia, C. R., Ticona, D., Rodriguez-Alarcon, J. F., Campos-Urbina, A. M., Garayar-Peceros, H., Catay-Medina, J. B., Porta-Quinto, T., Garay-Rios, L., Ignacio-Quinte, C., & Guevara-Sosa, S. "Perception of the public health measures implemented in Peru to stop the spread of covid-19". Revista Cubana de Investigaciones Biomedicas, 40(1), 2021, 1–15. <https://www.scopus.com/inward/record.uri?eid=2-s2.0-85100862359&partnerID=40&md5=daaed9ff018d9172ec6eff5269e9a3e8>.
42. IMF, "IMF Executive Board Concludes 2021 Article IV Consultation with Peru", Press Release no. 21/76, maart 2021, <https://www.imf.org/en/News/Articles/2021/03/22/imf-executive-board-concludes-2021-article-iv-consultation-with-peru>
43. Ministerio de Economía y Finanzas, "Marco Macroeconomico Multianual 2021-2024". República Del Perú, 2020, [https://www.mef.gob.pe/pol\\_econ/marco\\_macro/MMM\\_2021\\_2024.pdf](https://www.mef.gob.pe/pol_econ/marco_macro/MMM_2021_2024.pdf).
44. Ibid.
45. Ibid.
46. Ibid.
47. Deze financiële instellingen zijn Belgisch omdat hun moederbedrijf in België gevestigd is. Voor BNP Paribas geldt bovendien dat de Belgische overheid er een aandeelhouderschap van 7,44% in heeft via FPIM (Federale Participatie- en Investeringsmaatschappij) en daarmee de grootste aandeelhouder is. Zie <https://www.sfpf-fpim.be/nl/portfeuille-voor-rekening-van-de-staat>. Hoewel BNP Paribas inderdaad een privaatrechtelijke entiteit is en als dusdanig moet worden behandeld, kan België zijn invloed als aandeelhouder aanwenden om de bank bepaalde verplichtingen op te leggen.
48. We namen deze financiële instellingen mee op omdat (1) dienstverlening in België onder het toezicht van de Belgische overheid valt en omdat (2) ze een groot marktaandeel hebben in België.
49. 55% daarvan waren obligaties uitgegeven in US dollar, 23% obligaties in EUR, 11% waren IDR-obligaties en de resterende 11% waren obligaties in andere lokale valuta.
50. Het is belangrijk om hier op te merken dat onze scope voor België hier breder is dan voor de andere Europese landen. Voor België nemen we ook buitenlandse financiële instellingen mee die actief zijn in België, terwijl de percentages van de andere landen louter betrekking hebben op financiële instellingen die hun hoofdzetel in dat land hebben.
51. Het HIPC-initiatief (Heavily Indebted Poor Countries) werd in 1996 door het IMF gelanceerd. Het is een mechanisme dat bepaalde landen met een onhoudbare schuld (39 landen die momenteel potentieel in aanmerking komen), onder bepaalde voorwaarden, waaronder het leveren van het bewijs van hervormingen en een "gezond economisch beleid" onder toezicht van het IMF en de Wereldbank, toegang geeft tot verlichtingsmaatregelen. Zie: <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2019/08/06/Heavily-Indebted-Poor-Countries-HIPC-Initiative-and-Multilateral-Debt-Relief-Initiative-MDRI-48566>
52. Het is belangrijk om hier op te merken dat de scope die we hanteren voor België hier breder is dan voor de andere Europese landen. Voor België nemen we ook buitenlandse financiële instellingen mee die actief zijn in België, terwijl de percentages van de andere landen louter betrekking hebben op financiële instellingen die hun hoofdzetel in dat land hebben.
53. Verenigde Naties, "Report of the Human Rights Council Advisory Committee on the activities of vulture funds and the impact on human rights", 20 juli 2016, 33rd sess., document n° A/HRC/33/54.
54. Martin, G., "An Analysis of Argentina's 2001 default resolution", CIGI Papers No. 110, oktober 2016.
55. We brengen hier nog eens in herinnering dat het over een aandeelhouderschap van 7,8% gaat en dat de Belgische staat daarmee de grootste aandeelhouder is.
56. Wet van 12 juli 2015 teneinde de activiteiten van aasgierfondsen aan te pakken, M.B. 11 september 2015 ; zie ook Gambini, A., «Retour sur la nouvelle loi belge sur les fonds vautours», CNCD-11.11.11, 20 januari 2016, <https://www.cncd.be/Retour-sur-la-nouvelle-loi-belge-sur-les-fonds-vautours#:~:text=On%20appelle%20%C2%AB%20fonds%20vautours%20Fonds,ou%20risque%20de%20faire%20d%C3%A9faut.>
57. Het voorstel uit 2001 was geïnspireerd op hoofdstuk 9 van de Bankruptcy Act, dat gemeentelijke faillissementen in de Verenigde Staten regelt.
58. 'Een belangrijke uitdaging voor het werk van het Comité was dat de sessies werden geboycot door alle landen in het 'Noorden', inclusief de hele EU, die vooral tegemoet kwam aan de wens van het VK om weg te blijven'. Ellmers, B. "The UN's work towards faster and better resolution of debt crises: a tale of legal frameworks and basic principles for debt restructurings", Blog Eurodad, December 2015, <https://www.eurodad.org/unanddebtcrises>



**CONTACT**

**11.11.11**

Koepel van de Vlaamse Noord-Zuidbeweging  
Vlasfabriekstraat 11  
1060 Brussel

**[www.11.be](http://www.11.be)**