

## **Τι πραγματικά υποστηρίζουν οι Choi, Gulati και Posner για τα ΟΕΔ Αγγλικού Δικαίου;**

Γιώργος Α. Παπαχρήστου  
Αναπληρωτής Καθηγητής  
Τμήμα Οικονομικών Επιστημών  
Αριστοτέλειο Πανεπιστήμιο Θεσσαλονίκης

Το τελευταίο διάστημα έχει ανοίξει και πάλι η συζήτηση σχετικά με τις επιπτώσεις της έκδοσης ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου (ΟΕΔ) με βάση το Αγγλικό Δίκαιο. Καταρχήν πρέπει να διευκρινισθεί ότι ομολογιακό δάνειο του ΕΔ σύμφωνα με το Αγγλικό Δίκαιο σημαίνει κυρίως ότι: α) οι όροι του δανείου είναι αυτοί που προβλέπονται στο δίκαιο αυτό, β) η επίλυση των αντιδικιών που ανακύπτουν μεταξύ εκδότη και ομολογιούχων και ενδεχομένως η εφαρμογή των αποφάσεων υπόκειται στην Αγγλική δικαιοδοσία και γ) η εφαρμογή των αποφάσεων είναι δυνατή πάνω στην εμπορική περιουσία του ΕΔ ενώ η κρατική ασυλία (sovereign immunity) περιορίζεται στη δημόσια περιουσία που εξυπηρετεί σκοπούς δημοσίου συμφέροντος (άμυνα, ασφάλεια, δημόσια διοίκηση, πολιτισμός κ.ά.). Προσωπικά θα πρόσθετα επιπλέον ότι με την υπαγωγή της σύμβασης του ομολογιακού δανείου στην Αγγλική δικαιοδοσία: δ) η αξία των ομολόγων και οι όροι του δανείου προστατεύονται από τον κίνδυνο μεταγενέστερης υστερόβουλης νομοθετικής μεταβολής από τη πλευρά της Ελλάδας στην περίπτωση που η χώρα αδυνατεί (π.χ. χρεοκοπία) ή δεν επιθυμεί να εξοφλήσει το χρέος της (π.χ. κήρυξη απεχθούς χρέους).

Αποτέλεσμα των παραπάνω είναι ότι οι κάτοχοι των ΟΕΔ Αγγλικού Δικαίου είναι περισσότεροι προστατευμένοι από εκείνους που κατέχουν ΟΕΔ Ελληνικού Δικαίου και η προστασία αυτή γίνεται αντιληπτή όταν η χώρα εισέρχεται σε περίοδο αδυναμίας και αντιμετωπίζει τον κίνδυνο χρεοκοπίας. Συνεπώς, μεταξύ δύο εκδόσεων ΟΕΔ ίδιας ληκτότητας (maturity) που διαφέρουν ως προς το εφαρμοζόμενο δίκαιο θα πρέπει: α) τα ασφαλέστερα ΟΕΔ δηλαδή αυτά του Αγγλικού Δικαίου να έχουν υψηλότερη τιμή ή ισοδύναμα χαμηλότερη απόδοση, β) η διαφορά (spread) μεταξύ απόδοσης ΟΕΔ Ελληνικού Δικαίου και ΟΕΔ Αγγλικού Δικαίου να αντικατοπτρίζει την απαιτούμενη αμοιβή κινδύνου (risk premium) της αγοράς ως προς τη διαφορά δικαιοδοσίας και γ) η αμοιβή κινδύνου δικαιοδοσίας να διευρύνεται όταν εμφανίζεται το φάσμα της χρεοκοπίας.

Οι Choi et al. (2011) αναλύουν τα πλεονεκτήματα του Αγγλικού Δικαίου και ειδικότερα την μεγαλύτερη προστασία που αυτό παρέχει στους ομολογιούχους της μειοψηφίας που θα αρνούσαν να συμμετάσχουν (hold out) σε μια συμφωνημένη αναδιάρθρωση βάσει της ρήτρας συλλογικής δράσης (collective action clause). Όπως υποστηρίζω παραπάνω, κατά τη γνώμη μου, μεγαλύτερη αξία για τους κατόχους έχει η προστασία έναντι της «νόμιμης»

άρνησης του ΕΔ (hold out και αυτό!) να ικανοποιήσει την υποχρέωσή του προς τους κατόχους, αλλά η άποψή μου συνεπικουρεί, δεν αντιφάσκει την θέση των συγγραφέων. Οι Choi et al. (2011) τεκμηριώνουν εμπειρικά ότι, από τα ΟΕΔ έκδοσης προ του 2010, τα λίγα εκείνα που εκδόθηκαν με το Αγγλικό Δίκαιο είχαν συστηματικά υψηλότερη τιμή (ή ισοδύναμα χαμηλότερη απόδοση) σε σχέση με εκείνα που εκδόθηκαν με το Ελληνικό Δίκαιο. Αυτό κατά την άποψη των συγγραφέων συνεπάγεται ότι το Ελληνικό Κράτος θα μπορούσε να δανεισθεί ΦΘΗΝΟΤΕΡΑ εκδίδοντας ΟΕΔ Αγγλικού Δικαίου αντί Ελληνικού. Οι Choi et al. (2011) συμπεραίνουν τελικά ότι «ενδεχομένως η Ελλάδα θα μπορούσε να εισπράξει περισσότερα χρήματα από ένα υποσύνολο των πιστωτών της πουλώντας τους το δικαίωμα της μη αποδοχής (hold out) στην πιθανότητα που θα υπήρχε ανάγκη αναδιάρθρωσης». Παράλληλα προτείνουν η δυνατότητα αυτή να ληφθεί υπόψη κατά τη συμφωνία ανταλλαγής ομολόγων στα πλαίσια της αναδιάρθρωσης του ιδιωτικού Ελληνικού χρέους.

Συνεπώς κάποιος ο οποίος εξέρχεται από το αναγνωστήριο του Πανεπιστημίου έχοντας μόλις εντυφήσει στις απόψεις των Choi, Gulati και Posner, μάλλον θα πρέπει να θεωρήσει την υπαγωγή νέων εκδόσεων ομολογιακών δανείων στο Αγγλικό Δίκαιο ως μια συμφέρουσα δυνατότητα για την Ελλάδα.

Κατά τα άλλα, για τους τηλεοπτικούς αστέρες που αναφέρονται στο Αγγλικό Δίκαιο, θέλω να διευκρινίσω ότι η διαφορά Αγγλικού – Ελληνικού δεν αφορά την κρατική ασυλία, καθόσον η άρση αυτής ισχύει και στις δύο επικράτειες όσον αφορά στην εμπορική περιουσία του Δημοσίου, δηλαδή την περιουσία που δεν εξυπηρετεί σκοπούς δημοσίου συμφέροντος (άμυνα, ασφάλεια, δημόσια διοίκηση κ.ά.)

#### Αναφορά

Stephen J. Choi, Mitu Gulati and Eric A. Posner. Pricing Terms in Sovereign Debt Contracts. JOHN M. OLIN LAW & ECONOMICS WORKING PAPER NO. 541, 2011