



Schuldconversie voor Zuidoost-Azië

Auteur(s):

Wengel, J. ter
Visser, H.

Verbonden aan het onderzoekinstituut ESI, respectievelijk de afdeling Algemene Economie binnen de Faculteit der Economische Wetenschappen en Econometrie van de Vrije Universiteit te Amsterdam.

Verschenen in:

ESB, 84e jaargang, nr. 4192, pagina 168, 5 maart 1999

Rubriek:**Trefwoord(en):**

financiële, markten

Om economische stagnatie in Zuidoost-Azië te voorkomen is schuldsanering wenselijk. Omzetten van schulden in aandelen is daarvoor een goede methode.

Na de crisis in Azië zoekt men allerlei manieren om het flitskapitaal aan banden te leggen. De achterliggende gedachte is dat financiële crises veroorzaakt worden door speculanten à la George Soros en het kuddegedrag van beleggers. Onze mening is dat de crisis in Zuidoost-Azië net als de Latijns-Amerikaanse crisis van de jaren tachtig grotendeels het gevolg was van het massaal terugtrekken van kortlopende leningen door de internationale banken. Het IMF pakte de crisis verkeerd aan: schulden werden doorgerold (op de vervaldatum meteen overgesloten) en geherstructureerd in plaats van verminderd, geconverteerd en definitief afgewikkeld. Deze aanpak leidde tot een decennium van economische teruggang en stagnatie.

Om een zelfde langdurige crisis in Azië te voorkomen stellen wij een schuldconversie met een automatisch karakter voor waarbij de preferente positie van banken wordt opgeheven. De crediteurenbanken worden mede-eigenaars en kunnen over de toekomst van de technisch failliete bedrijven beslissen. Dit mechanisme kan ook in de toekomst helpen om financiële crises te voorkomen doordat het kortlopend krediet van banken ontmoedigt en daardoor de volatiliteit van netto-kapitaalstromen vermindert.

Financiële crisis en economische stagnatie

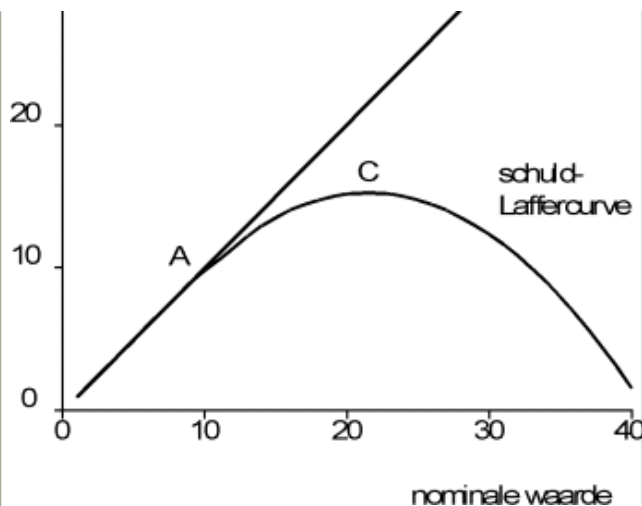
In Latijns-Amerika werd de lange duur van de economische crisis van de jaren tachtig waarschijnlijk mede veroorzaakt door de handelwijze van het IMF. Het IMF richtte zijn beleid op twee doelen: (i) het vermijden van liftersgedrag onder de banken - waarbij deze zich terugtrekken en het verstrekken van nieuwe kredieten aan anderen over laten - door hen te dwingen hun leningen door te rollen en nieuwe leningen beschikbaar te stellen (ii) verhinderen dat de door het IMF beschikbaar gestelde fondsen gebruikt zouden worden om commerciële crediteuren, waaronder de banken, te betalen. Deze elkaar versterkende voorwaarden van het IMF maakten het voor de afzonderlijke banken vrijwel onmogelijk om over de omvang van hun vorderingen te gaan onderhandelen. Schuldvermindering bleef hierdoor achterwege en verlengde de economische crisis.

Schuldsanering noodzaak

In 1989 werd de noodzaak van schuldvermindering en definitieve afwikkeling erkend en voorzag het Brady Plan in de ruil van bankvorderingen voor obligaties met een lagere nominale waarde. Nu was de schuld van de Latijns-Amerikaanse landen in de jaren tachtig grotendeels overheidsschuld. Omdat het in Azië gaat over de schulden van particuliere ondernemingen kan een Brady Plan oplossing daar niet worden toegepast. Men zou moeilijk alle ondernemingen, ongeacht hun grootte, de aard van het bedrijf of hun financiële structuur, dezelfde schuldvermindering kunnen geven.

Een mechanisme om de schuldproblemen van de particuliere bedrijven af te wikkelen is echter hard nodig omdat de grote devaluaties in veel Zuidoost-Aziatische landen tot een verdubbeling of verdrievoudiging van de schuld, uitgedrukt in binnenlandse valuta, hebben geleid. De forse toename van de schulden heeft vele bedrijven in een toestand van 'debt overhang' (zie uitleg bij [figuur 1](#)) gedreven. De omvang van de schuld heeft een ontmoedigend effect en demotiveert de andere partijen, zoals het management, de aandeelhouders en de werknemers van de onderneming. Als de nominale waarde van de schuld een bepaald niveau overstijgt (punt C in [figuur 1](#)) is schuldvermindering in het belang van zowel crediteuren als debiteuren. Ook bij een lagere schuld (tussen A en C) kan schuldvermindering voordelig zijn voor beide partijen, indien de crediteuren uiteenlopende verwachtingen koesteren over de waarde van hun vorderingen ¹.





Figuur 1. De schuld-Laffercurve

Afgebeeld is de 'schuld-Laffercurve' van Krugman. Als de schuld klein is, dan volgt de verwachte waarde de 45-gradenlijn: verwachte en nominale waarde zijn gelijk. Een 'debt overhang' ontstaat na punt A: de verwachte waarde van de schuld is kleiner dan de nominale waarde. Bij het punt C gaat de verwachte waarde zelfs omlaag terwijl de nominale waarde toeneemt. Schuldsanering is dan in het belang van alle partijen.

P. Krugman, Market-based debt reduction schemes, in J. Frankel, M. Dooley en P. Wickman (red.), Analytical issues of debt, International Monetary Fund, Washington, 1989.

In het verleden is gepleit voor het invoeren van een automatisch systeem van schuldconversie dat marktconform is en de kosten en de duur van gerechtelijke procedures vermijdt². Zo'n mechanisme zou de conflicten en de talrijke vertragingen waarmee surséance van betaling gepaard gaat, voorkomen.

Van schuld naar aandelen

Met de nieuwe procedure zouden de schulden van een bedrijf in aandelen worden omgezet zodra een bedrijf in financiële problemen komt. De aandeelhouders beslissen vervolgens wat er met de onderneming moet gebeuren. Aan de hand van een cijfervoorbeeld kan deze vorm van schuldconversie worden toegelicht. Stel dat er honderd crediteuren zijn die elk één won aan een bepaalde onderneming geleend hebben. De totale schuld is honderd won. Neem vervolgens aan dat er tweehonderd aandelen van de onderneming uitstaan. Bij een faillissement zouden tweehonderd nieuwe aandelen gecreëerd worden, ter vervanging van de bestaande aandelen. De bestaande aandeelhouders krijgen via de rechter een optie om per bestaand aandeel een nieuw aandeel te kopen voor een halve won. Als de onderneming meer dan honderd won waard is, zal elke aandeelhouder zijn optie uitoefenen. Als alle aandeelhouders dat doen, krijgt de rechter honderd won binnen en kunnen de crediteuren betaald worden. Als de onderneming minder dan honderd won waard geacht wordt, oefenen de aandeelhouders hun opties niet uit. De crediteuren krijgen in dat geval de nieuwe aandelen en zij kunnen bepalen wat er met de onderneming moet gebeuren: liquideren, voortzetten onder nieuw management, fuseren met een ander bedrijf, enzovoort. De oorspronkelijke aandeelhouders ontvangen in dit geval niets. In de tussentijdse situatie waarin bijvoorbeeld de houders van slechts veertig oude aandelen menen dat het bedrijf meer dan honderd won waard is, ontvangt de rechter twintig won. Daarmee worden de crediteuren met preferente vorderingen betaald. De anderen, en de preferente crediteuren voorzover hun vorderingen nog niet zijn voldaan, krijgen honderd zestig aandelen en moeten samen met de oude aandeelhouders die van hun optie gebruik gemaakt hebben uitmaken wat er met de onderneming moet gebeuren.

Hanteer oude wisselkoers

Wil dit schuldconversiemechanisme in werking kunnen treden, dan moeten crisislanden buitenlandse deelname in hun bedrijven toestaan. Voorkomen moet echter worden, dat in het geval van een valutacrisis de bankschulden van ondernemingen door een devaluatie of depreciatie zo groot worden, dat een groot deel van het bedrijfsleven van een land in één klap het eigendom van buitenlandse banken wordt. Om dat tegen te gaan kan afgesproken worden de wisselkoers van vóór de devaluatie of depreciatie toe te passen. In het geval van fluctuerende wisselkoersen zou kunnen worden afgesproken om een gemiddelde te hanteren van wisselkoersen over een bepaalde periode voorafgaande aan het moment dat de schuldendienst niet meer betaald kon worden. Dit kan betekenen dat de netto-waarde van de onderneming uiteindelijk toch positief is; de schulden zijn immers kleiner. De banken kunnen dit zien aankomen en besluiten geen faillissementsprocedure in werking te zetten. Zij gaan onderhandelen over hun claims en aanvaarden hun verlies.

Het gebruik van de oude wisselkoers impliceert wel een opheffing van de preferente rechten van de banken. Zo'n zelfde resultaat zou verkregen worden met de wisselkoers die na de devaluatie of depreciatie vigeert als bankleningen een achtergestelde positie zouden krijgen tegenover obligaties. Opheffing van de preferente rechten is mogelijk omdat ze het resultaat zijn van wetgeving en niet van onderliggende marktmechanismen. De opheffing van deze rechten impliceert ook dat het risico voor banken groter is.

Voorwaarden

We zijn ons ervan bewust dat een aantal problemen van economische en ook juridische aard nader onderzoek vereist voordat een voorstel als hier beschreven uitvoerbaar is. Wij denken hier aan de zekerheden die banken gevraagd hebben voor het verstrekken van handelskrediet, zekerheden die niet zomaar van nul en generlei waarde verklaard kunnen worden, en aan de reacties van banken en andere vermogensverstrekkers op wijzigingen in de preferentie-volgorde.

Conclusie

Door de financiële crisis in Zuidoost-Azië is de bedrijvigheid sterk onder druk gekomen. Een groot obstakel voor een economische herleving wordt gevormd door de 'debt overhang' waar ondernemingen onder gebukt gaan. Om dit probleem op korte termijn op te lossen lijkt het noodzakelijk dat het IMF stopt met zijn beleid van schulden doorrollen en zorgt voor een afwikkeling van de schuldenproblematiek. Dit kan vorm worden gegeven door onderhandelingen tussen banken en hun debiteuren of met behulp van een schuldconversiemechanisme waarbij schulden worden omgezet in aandelen. De korte kredietverlening brengt in ons voorstel voor de banken meer risico met zich en wordt daardoor ontmoedigd.

1 W.R. Cline, *International debt reexamined*, Institute for international economics, Washington, 1995.

2 L.A. Bebchuck, A new approach to corporate reorganizations, *Harvard Law Review*, 1987-88, nr. 1, blz. 775-804. Zie ook Ph. Aghion, O. Hart en J. Moore, The economics of bankruptcy reform, *NBER Working Paper Series*, nr. 4097, juni 1992.