

Schuldconversie

Steeds meer regeringen van landen met een grote buitenlandse schuld gaan ertoe over om procedures voor het inwisselen van buitenlandse schulden in binnenlandse investeringen vast te leggen. Bedrijven in de VS, Europa en Azië beginnen de grote voordelen te zien van schuldconversie voor investeringen in ontwikkelingslanden: in feite worden hun investeringen gesubsidieerd door de vele banken die bereid zijn een verlies te accepteren op hun oude leningen. Ook Nederlandse ondernemingen hebben inmiddels door schuldconversie belangrijke besparingen (20-40%) op hun investeringen in landen als Brazilië of Mexico weten te realiseren.

Precieze cijfers worden (nog) nergens bijgehouden, maar het ziet er naar uit dat in 1986 ca. \$ 2 mrd. is geconverteerd, terwijl de verwachtingen voor 1987 tot \$ 5 mrd. oplopen. In vergelijking met de totale buitenlandse schuld van ontwikkelingslanden, met de jaarlijkse schuldendienst (rente en aflossingen) of zelfs met de groei van die schulden is dat natuurlijk nog maar een bescheiden omvang. In 1986 nam de buitenlandse schuld van Latijns-Amerika, bij voorbeeld, met \$ 8 mrd. toe tot \$ 380 mrd.; de schuldendienst onder geherstructureerde leningen bedroeg zo'n \$ 32 mrd.

Het bijzondere van schuldconversie is echter dat het een procedure betreft die door de markt zelf – door de werkelijke partijen in het schuldenprobleem – is ontwikkeld. Waar de meeste 'oplossingen' voor het schuldenvraagstuk producten van academische of politieke aard zijn, die uitsluitend op papier bestaan, is schuldconversie een dagelijkse realiteit.

Conversie van schulden is een uitvloeisel van de sinds eind 1982 bestaande 'tweedehands' of secundaire markt voor leningen aan landen die hun schuld moesten herstructureren¹⁾. Nadat Mexico in de zomer van 1982 niet meer aan haar verplichtingen onder buitenlandse leningen kon voldoen, volgden in snel tempo andere landen met hetzelfde probleem. Onder leiding van het Internationale Monetair Fonds ontwikkelde zich al in 1983 een 'oplossing' die er uit bestond dat deze schuldenlanden uitstel van terugbetaling en nieuw geld werd toegezegd op voorwaarde dat ze fiscale en monetaire maatregelen namen die het IMF voorschreef. De nieuwe leningen van het IMF werden slechts beschikbaar gesteld wanneer ook de commerciële banken – die in vrijwel alle gevallen verreweg de grootste schuld-eisers waren – ermee akkoord gingen niet alleen terugbetaling op hun oude

leningen ver naar de toekomst door te schuiven, maar ook om nieuwe leningen beschikbaar te stellen. Het gevolg was dat banken over de hele wereld plotseling met grote portefeuilles leningen zaten waarop op z'n best pas in de verre toekomst ooit terugbetaald zou kunnen worden. Nieuwe – vrijwillige – kredietverlening aan deze landen stopte bijna geheel en veel commerciële banken begonnen hun portefeuilles van deze geblokkeerde leningen aanmerkelijk zorgvuldiger te analyseren dan ze in de opwindende dagen van de groeiende euro-leningenmarkt hadden gedaan.

Secundaire markt

De handel in leningen is een direct gevolg van deze kritische analyse door de banken van hun portefeuilles van geblokkeerde leningen. Toen het stof van de eerste herstructureeringen enigszins gedaald was, bleek dat er op velerlei gebied verschillen waren in de waardebeoordeling door verschillende banken voor dezelfde lening. Door de herstructureeringen waren immers allerlei leningen aan een bepaald land op één hoop geveegd, die aanvankelijk zeer verschillend waren geweest.

Waar vroeger de vele deelnemers in een 'syndicaats' lening aan een of ander overheidslichaam in Mexico, Argentinië of Brazilië nog konden geloven een 'relatie' met de debiteur te hebben aangeknoopt, was daar na de herstructureeringen duidelijk geen sprake meer van: het land zelf – meestal in de vorm van haar centrale bank – was de nieuwe debiteur geworden. Al in de winter van 1982 kwamen enkele investment bankiers in New York op het idee banken die te veel geherstructureerde leningen in één bepaald land hadden uitstaan, met elkaar te laten ruilen zodanig dat beide banken uiteindelijk een beter gespreide portefeuille van leningen zouden overhouden. Dit systeem, om eieren over verschillende mandjes te verdeelen, leidde tot enkele zeer grote transacties waarbij met name voor honderden miljoenen dollars leningen aan Mexico en aan Brazilië werden geruild.

Naast het spreiden van risico's tekenden zich gaandeweg andere redenen voor waarderingsverschillen af. Eén zo'n verschil betreft de risico's van de leningen zelf; krediet- en ook landenrisico blijft uiteraard slechts subjectief te bepalen en de waardering van een bepaald landenrisico verschilt niet alleen van bank tot bank maar vooral tussen crediteurlanden on-

ESB

Rubrieken

derling: zo bleek al snel dat vooral de kleinere Amerikaanse banken hun leningen aan Oost-Europa bij voorbeeld lager waardeerden dan Europese banken. Andersom waren aanvankelijk Amerikaanse banken vaak minder pessimistisch over Latijns-Amerika dan de Europeanen. Een ander waarderingsverschil betreft de belastingstatus van leningen in verschillende crediteurlanden. Afhankelijk van het bestaan van bepaalde verdragen ter vermindering van dubbele belastingen, kan dezelfde lening aan Brazilië voor een bank in b.v. Duitsland minder waard zijn dan voor een bank in België, omdat de belastingverdragen van Brazilië met deze twee landen verschillend zijn.

Eén van de belangrijkste oorzaken van verschillen in waardebeoordeling ten slotte, is het beleid van centrale banken. Terwijl in Duitsland, Zwitserland en Nederland de banken gedwongen zijn langzamerhand omvangrijke voorzieningen op te bouwen voor de geherstructureerde leningen, waren Amerikaanse banken tot voor kort vrij om de meeste leningen voor de nominale waarde te blijven opvoeren in hun balansen. Maar ook tussen Europese landen onderling, en tussen banken in het Midden en Verre Oosten bestaan grote verschillen in de voorzieningen die centrale banken en accountants voorschrijven. Met al deze waarderingsverschillen is het duidelijk dat er ruimte ontstond voor arbitrage: dat is het vak geworden van de handelaren in leningen: de 'asset-traders'. Deze markt is nog steeds verre van perfect, maar in de drie jaar dat geherstructureerde schulden nu actief worden verhandeld, heeft zich een kleine groep zeer gespecialiseerde handelaren gevormd die voortdurend in deze markt actief is. De omzet groeide van \$ 3 mrd. in 1985 naar \$ 5 mrd. in 1986, terwijl voor 1987 verwacht wordt, dat \$ 7 mrd. aan geherstructureerde leningen zal worden verhandeld.

Schuldregelingen

Sinds begin 1986 is de groei van de secundaire markt in geherstructureerde leningen vooral een gevolg van het toenemend aantal schuldconver-

1) banken die actief zijn in de schuldenhandel en de schuldconversie zijn Citibank, Nederlandse Middenstandsbank, Morgan Guaranty, Chase Manhattan en Libra Bank.

Tabel. Prijzen van geherstructureerde overheidsleningen op de secundaire markt, in procenten van de nationale waarde, 16 februari 1987.

Brazilië	73 - 74
Mexico	57 - 59
Argentinië	63 - 66
Chili	68 - 70
Ecuador	62 - 64
Bolivia	7 - 11
Nigeria	34 - 40
Filippijnen	65 - 73
Zambia	15 - 20

sies. Officiële schuldconversiesystemen bestaan inmiddels in Mexico, Brazilië, Argentinië, Chili, Ecuador, Costa Rica en de Filippijnen. In vrijwel alle andere schuldenlanden zijn op incidentele basis wel schuldconversie-transacties tot stand gekomen. Een van de vormen waarin ad-hoc-schuldconversies hebben plaatsgevonden is voor de financiering van de export van niet-traditionele producten uit ontwikkelingslanden. Met name in enkele Afrikaanse landen zijn grote export contracten van niet-traditionele goederen ten dele betaald met goedkoop gekochte buitenlandse schuld van het exporterende land.

In Uruguay, Colombia, Peru, Venezuela, Dominicaanse Republiek, Nigeria en Zambia en ongetwijfeld nog andere landen worden officiële conversie programma's voorbereid. De essentie van schuldconversie in al deze landen is dat een in harde valuta luidende lening op de secundaire markt wordt gekocht - in harde valuta maar met grote korting - en vervolgens bij de Centrale Bank van het schuldenland wordt uitbetaald in lokale valuta voor vrijwel het nominale bedrag van de lening, maar onder zeer stringente voorwaarden.

Wanneer leningen voor bij voorbeeld 60% (Mexico) of 76% (Brazilië) worden gekocht en vervolgens voor ongeveer 100% uitbetaald in lokale valuta, dan is het voordeel indrukwekkend: tussen de 30 en 75%. De voorwaarden die in de officiële conversie programma's gesteld worden, zijn erop gericht om de lokale valuta die uit de conversie vrijkomen uitsluitend te bestemmen voor investeringen die passen in het beleid van de regering.

Er zijn dan twee mogelijkheden. De eerste is dat de lokale valuta wordt bestemd voor betaling op nieuw uit te geven en officieel geregistreerde aandelen; dit is de inmiddels veelgenoemde 'debt/equity swap'. De bestemming van de lokale valuta zelf is dan zorgvuldig beperkt: meestal voor terugbetaling onder lokale leningen of voor betaling aan lokale leveranciers. De attractie is uiteraard dat op die aandelen dividend mag worden uitgekeerd en naar het buitenland betaald en dat uiteindelijk ook rechten bestaan om het kapitaal zelf te repatriëren. Een variant van de debt/equity swap is de 'discount loan' - een, eventueel achter-

gestelde, lening van het ene bedrijf aan het andere, die met dezelfde korting kan worden gekocht en waarop in de toekomst in harde valuta mag worden terugbetaald. In Brazilië zijn conversies voornamelijk op deze manier tot stand gekomen; eigenlijk de 'debt/quasi-equity swap'.

Een tweede mogelijkheid is dat uitsluitend in lokale valuta luidende schuldtitels worden uitgegeven of dat op lokale valuta leningen kan worden terugbetaald en dat er geen rechten op toekomstige rente-, dividend- of hoofdsomterugbetalingen in vreemde valuta worden gegeven.

De debt/equity swaps spreken het meest tot de verbeelding. Met deze techniek is het immers mogelijk om tussen de 20 en 80% te besparen op investeringen in bepaalde ontwikkelingslanden. Nadat er eenmaal ergens een bank bereid is geweest een verlies te nemen op zijn leningen aan een bepaald land, zijn er uitsluitend winnaars. Het schuldenland vermindert haar buitenlandse schuld en krijgt een productieve investering die in haar beleid past; de buitenlandse investeerder realiseert een grote besparing. En ook de bank die de hele procedure afwikkelt, zal een goede provisie kunnen berekenen. Daar de leningen die geconverteerd kunnen worden, geherstructureerde bankleningen zijn, is het in conversieprogramma's uitsluitend aan banken toegestaan de leningen voor conversie aan te bieden: bedrijven kunnen niet zelf de leningen opkopen en voor conversie de centrale bank aanbieden.

Schuldconversie past ook goed in twee actuele ontwikkelingen: structurele aanpassingen en privatisering. De conditionaliteit voor nieuwe leningen van schuldenlanden wordt langzaam verschoven van IMF-stijl naar Wereldbank-stijl; van fiscale en monetaire maatregelen op kortere termijn naar structurele maatregelen op langere termijn die meer gericht zijn op groei van de economie dan alleen op het sarnen van de overheidsfinanciën.

Waar het IMF in de eerste ronde van de schulden crisis - in 1982-1984 - de enige toezicht houdende autoriteit was met een redelijke machtspositie - hij kon al dan niet nieuwe leningen beschikbaar stellen - zijn Wereldbank en IMF nu geleidelijk aan meer gezamenlijk betrokken geraakt in het afspreken van voorwaarden met schuldenlanden. In dit soort conditionaliteit - 'structural adjustment and sector adjustment' in de Washington-taal - past het stimuleren van directe productieve investeringen uit het buitenland, en schuldconversie is hiertoe een uitstekend middel.

Privatisering van staatsbedrijven is niet alleen in Nederland, Engeland en Frankrijk actueel; op nog grotere schaal wordt privatisering nagestreefd in een aantal schuldenlanden. Alleen al bij de grote schuldenlanden die schuldconversiesystemen hebben, zijn zowel Mexico, Argentinië als de Fi-

lippijnen met grootschalige privatiseringen bezig. Het gebruik van schuldconversie om (delen van) voormalige staatsbedrijven door buitenlandse investeerders te laten overnemen, wordt dan ook gestimuleerd. Alleen al in Mexico zijn in het afgelopen jaar 54 staatsondernemingen verkocht en 76 geliquideerd; er zijn er nu nog 1.200 over.

Er zijn ook banken die hun eigen leningen niet aan een ander verkopen, maar zelf gebruiken om conversies uit te voeren. Zulke banken redeneren dan dat, naast de alternatieven van het aanhouden van de geherstructureerde lening en het met korting verkopen in conversie betere perspectieven biedt om uiteindelijk hun geld terug te krijgen. Het omzetten van een eigen vordering aan een debiteur in een deelname in het eigen vermogen van die zelfde debiteur is natuurlijk niets nieuws. Het bijzondere van debt/equity swaps is dat een overgenomen vordering op een overheidsdebiteur omgezet kan worden in een participatie in het eigen vermogen van een particuliere (of geprivatiseerde) entiteit door medewerking van de centrale bank. Een grote Amerikaanse bank heeft zo delen van haar leningen aan b.v. Chili omgezet in meerderheidsparticipaties in een levensverzekeringsmaatschappij en een managementmaatschappij van pensioenfondsen. Een Zweedse bank heeft het in eigendom verkrijgen van een groot hotel in Mexico verkozen boven het aanhouden van leningen aan de Mexicaanse staat.

Beperkingen

Een systeem met uitsluitende voordelen klinkt verdacht: waar schuilt de adder onder het gras? Echte nadelen zijn er niet nadat het verlies door de oorspronkelijke crediteur is genomen, maar wel beperkingen. Inflatie is een eerste gevaar - de uitbetaling in lokale valuta kan inflatoir werken. In veel gevallen heeft de centrale bank echter de terugbetaling op de oorspronkelijke (geconverteerde) lening wel ontvangen in lokale valuta, maar ontbraken de deviezen om de crediteur in harde valuta terug te betalen: wanneer in zo'n geval de lokale valuta door de centrale bank voor investeringen ter beschikking worden gesteld, is er geen sprake van inflatoire financiering. In andere gevallen is dat natuurlijk wel het geval en de mate waarin conversies zullen worden toegestaan is dan ook vooral afhankelijk van de (meestal met het IMF afgesproken) beschikbare ruimte voor groei van de geldhoeveelheid.

Een andere beperking is die van buitenlandse investeringen zelf: hoezeer ook de politieke wind in de richting van liberalisering van buitenlandse investeringen waait, er zal altijd wel reactie blijven op toenemend buitenlands eigendom van binnenlandse bedrij-

ven.

Een ander, en meer essentieel, punt is het vermijden van misbruik. Het eerste Braziliaanse debt/equity-conversieprogramma werd in 1983 beëindigd toen bleek dat enkele buitenlandse investeerders de nieuwe 'goedkope' investeringen gebruikten om hun oudere investeringen te repatriëren. Algemene regel is dat de investeringen die door conversie tot stand gebracht worden niet eerder gerepatriëerd kunnen worden dan de terugbetalingen op de geconverteerde lening: tussen 5 en 12 jaar, verschillend per land.

Met het toenemende aantal conversieprogramma's, niet alleen in Zuid-Amerika, maar ook in Azië en Afrika en het groeiend volume van investeringen dat via deze weg tot stand komt, is ook de complexiteit van de procedures toegenomen. Om schuldconversies voor investerende bedrijven goed uit te voeren moet een bank een sterke positie in de secundaire markt voor leningen hebben. Bovendien is gespecialiseerde kennis van de verschillende landen noodzakelijk.

Belangrijk is ook de rol van de Wereldbank in schuldconversie. De International Finance Corporation (IFC) – de Wereldbank-dochter die investeringen van het particuliere bedrijfsleven in ontwikkelingslanden stimuleert – was de eerste die de gedachte van debt/equity-schuldconversie ontwikkelde. De IFC heeft zich voornamelijk geconcentreerd op conversie van schulden in fondsen die zijn opgezet om te beleggen in aandelen van lokale bedrijven, tot nu toe minder op individuele conversies. In de Wereldbank zelf is de belangstelling voor en kennis van schuldconversie het afgelopen jaar snel gegroeid. Verschillende landen hebben de Wereldbank inmiddels om advies gevraagd bij het opstellen van schuldconversiesystemen.

Het IMF was tot voor kort niet enthousiast over schuldconversie omdat zij vreesde dat met het verminderen van de buitenlandse schuld van een land ten gevolge van conversie, ook de bron voor eventuele toekomstige verplichte 'nieuw geld'-financieringen voor die landen zou opdrogen.

Hoewel schuldconversie in het algemeen overal dezelfde hoofdlijnen volgt, zijn de verschillen tussen de systemen van verschillende landen groot. In Mexico, waar debt/equity swaps in april 1986 begonnen, was er het eind van dat jaar in 50 transacties al voor \$ 650 mln. geconverteerd. Dit jaar wordt iedere maand voor \$ 100 mln. aan conversies goedgekeurd.

De Mexicaanse autoriteiten zijn kieskeurig in de projecten waarvoor conversie toegestaan wordt; er worden regelmatig voorstellen afgewezen en ook de condities van conversie lopen sterk uiteen voor meer en minder 'urgente' investeringen. Al naar gelang de soort investering die met de conversie wordt gefinancierd, berekent het Ministerie van Financiën provisies van

tussen de 0 en 24%. In Chili, waar het conversiesysteem een model is voor veel andere landen, is tot nu toe het meest geconverteerd: zo'n \$ 1,2 mrd. Onder het Chileense systeem kan zowel om binnenlandse schulden af te betalen als om nieuwe buitenlandse investeringen in Chili te financieren worden geconverteerd. Het grootste deel van het geconverteerde bedrag werd door binnenlandse bedrijven gebruikt om schulden af te lossen – dit is een van de redenen dat de conversie daar ook heeft geholpen het vluchtkapitaal terug te halen.

Een uniek element van het Chileense systeem is dat twee maal per maand in een veiling de goedkeuringen voor conversies in binnenlandse schuldtitels worden verkocht aan de meest biedenden: op deze wijze kan de centrale bank het volume van deze transacties precies controleren en er zelf ook goed op verdienen. In Brazilië zijn debt/equity swaps nu weer mogelijk, zij het onder een vrij restrictief beleid. De grootste conversietransacties voor Brazilië zijn de afgelopen twee jaar echter gedaan in de vorm van 'discount loans', waarbij een banklening wordt geconverteerd in een lening die een buitenlands moederbedrijf aan haar Braziliaanse dochter ter beschikking stelt. Een helder systeem is dat van de Filippijnen waarbij b.v. een bijzonderheid is dat ook investeringen in de sociale sector – gezondheidszorg, woningbouw, enz. – door het programma worden gedekt.

Besluit

Ook voor ontwikkelingshulp van overheden en van particuliere organisaties is schuldconversie in een aantal gevallen een goed systeem om voor dezelfde hoeveelheid harde valuta – met volledige goedkeuring en medewerking van de lokale autoriteiten – méér lokaal geld voor ontwikkelingswerken te verkrijgen. Dit soort transacties wordt dan ook regelmatig uitgevoerd. In de Vaste Kamercommissie voor Financiën werd hierover onlangs gesproken. Deze mogelijkheden zijn interessant, maar veel belangrijker in absolute zin zijn de mogelijkheden die schuldconversie opent voor het vergroten van de stroom van directe bedrijfsinvesteringen naar ontwikkelingslanden.

Nederland, al jaren immers één van de belangrijkste bronnen van directe investeringen in het buitenland, kan op verschillende manieren van deze procedures gebruikmaken. De eerste en ongetwijfeld belangrijkste is direct door Nederlandse bedrijven 2), en dat gebeurt al in toenemende mate. Maar ook voor de overheid bestaan interessante mogelijkheden voor een nieuwe vorm van samenwerking tussen de Ministeries van Economische Zaken en van Ontwikkelingssamenwerking. E. Herfkens (PvdA) ging in de Vaste Ka-

mercommissie voor Financiën onlangs al een eind in die richting door de minister te vragen samenwerking met IFC te overwegen bij het opzetten van investeringsfondsen voor ontwikkelingslanden. In de IFC-voorstellen gaat men echter voornamelijk uit van het aankopen van bestaande en op de beurs genoteerde aandelen in lokale bedrijven of van pakketten niet op de beurs genoteerde aandelen in de stijl van een risicokapitaalfonds.

Het bevorderen van zulke portefeuille-investeringen uit het buitenland en de daarbij horende versterking van de lokale kapitaalmarkt heeft inderdaad een grote ontwikkelingswaarde. Voor Nederland zou een dergelijke samenwerking met de IFC nog interessanter worden, en aan ontwikkelingsrelevantie winnen wanneer naast portefeuille-investeringen ook directe investeringen van Nederlandse bedrijven door de Nederlandse deelname konden worden gestimuleerd. De gedachte van Herfkens zou daarom kunnen worden gecombineerd met het recente voorstel van J. Weitenberg van het NCW om, naar analogie van de op Nederland gerichte particuliere participatie-maatschappijen, één of meer projectontwikkelings- en participatie-maatschappijen op te richten die zich concentreren op het bevorderen van investeringen van Nederlandse bedrijven in ontwikkelingslanden.

Het schuldenprobleem – dat op het ogenblik eerder groter dan kleiner lijkt te worden – zal door conversie van schulden alleen niet worden opgelost. Daarvoor is de omvang van het probleem te groot en de draagwijdte van de conversie te gering. De conversie biedt echter een grote reeks mogelijkheden, in de eerste plaats voor bedrijven die investeringen in schuldenlanden overwegen, maar ook voor constructieve samenwerking tussen overheid en bedrijfsleven in het kader van ontwikkelingssamenwerking.

F.D. van Loon

De auteur is senior manager van de divisie Buitenland van de Nederlandsche Mid-denstandsbank NV.

2) Deze mogelijkheden zullen ter sprake komen op het seminar over schuldconversie dat wordt georganiseerd door de Commissie Ontwikkelingslanden van NCW en VNO. Het wordt gehouden op 14 april 1987 in Den Haag.