



Schuldsanering voor crisislanden

Auteur(s):

Hofman, D.J.V.

De auteur is werkzaam bij de afdeling Monetair en economisch beleid van de Nederlandsche bank. met dank aan diverse collega's voor hun nuttige commentaar.

Verschenen in:

ESB, 87e jaargang, nr. 4353, pagina 251, 29 maart 2002

Rubriek:**Trefwoord(en):**

monetair, beleid

De huidige grote reddingsoperaties van het IMF kennen veel nadelen. Schuldsanering is een beter alternatief. In een nieuw plan krijgen landen, net als bedrijven, surseance van betaling.

Recentelijk heeft Anne Krueger, de nummer twee van het IMF, een opmerkelijk voorstel gelanceerd voor een formele procedure die een vlotte en ordelijke herstructurering van overheidsschulden van crisislanden moet bevorderen¹. In feite gaat het hierbij om een soort supranationale faillissementsregeling voor landen. Het IMF-plan beoogt een einde te maken aan de chaos die nu gepaard gaat met internationale betalingsstops. Tevens zou het verandering moeten brengen in de huidige praktijk waarbij het Fonds, om deze chaos te voorkomen, aan landen met betalingsproblemen dikwijls grote financieringspakketten verstrekt die de particuliere investeerders feitelijk een vrije aftocht toestaan.

Nederland maakt zich, ondermeer in IMF-verband, al geruime tijd sterk voor een grotere betrokkenheid van de particuliere sector bij het oplossen van financiële crises. De praktijk is echter weerbarstig gebleken, ondanks het feit dat hiertoe inmiddels internationaal enkele afspraken zijn gemaakt. De problematiek is uiterst actueel in het licht van het bankroet van Argentinië en raakt tevens aan de belangen van de Nederlandse grote banken, die aanzienlijke kredieten hebben uitstaan in opkomende economieën. Momenteel wordt gewerkt aan de nadere invulling van het nieuwe plan, dat in de komende maanden hoog op de internationale monetaire beleidsagenda zal staan.

Groeïende IMF-pakketten

Door de aanhoudend sterke groei van het kapitaalverkeer ontstaat een toenemende financieringsbehoefte zodra landen in een financiële crisis terechtkomen. Dit heeft zich in het afgelopen decennium vertaald in een opwaartse trend in de gemiddelde omvang van de financieringspakketten van het IMF. Deze ontwikkeling is bezwaarlijk omdat het IMF niet over voldoende middelen beschikt om keer op keer in nieuwe financiering te blijven voorzien.

Nadelig is ook dat de grote reddingsoperaties ('bail-outs') van het IMF leiden tot moreel risico. De debiteurlanden ervaren minder noodzaak om goed beleid te voeren en de crediteuren hebben een verminderde prikkel voor goed risicomangement. Om deze redenen wordt in de internationale officiële gemeenschap al langere tijd erkend dat bij de oplossing van crises de IMF-financiering moet worden beperkt en dat een grotere bijdrage van de particuliere sector moet worden afgedwongen.

In veel gevallen is een herstructurering van de uitstaande leningen van particuliere crediteuren de aangewezen vorm voor deze bijdrage. Dit geldt in het bijzonder voor crises waarbij van een onderliggend solvabiliteitsprobleem sprake is, al is dit vaak niet eenduidig vast te stellen. In deze gevallen kan IMF-financiering immers sowieso geen duurzame oplossing bieden en is een herstructurering met schuldvermindering onafwendbaar. Echter, ook wanneer geen reductie van de netto contante waarde van de vorderingen is vereist, kan een herstructurering de aflossing- en rentelasten in specifieke jaren verlichten. In de praktijk wordt evenwel vaak te lang gewacht met herstructurering en wordt het IMF gedwongen in omvangrijke financiering te voorzien. Zo heeft de internationale gemeenschap recentelijk gedurende lange tijd vergeefs financiële ondersteuning geboden aan Argentinië, hoewel een rigoureuze schuldsanering steeds duidelijker onafwendbaar was. Dit uitstelgedrag wordt in belangrijke mate veroorzaakt doordat bij de debiteurlanden in de regel een grote huiver bestaat voor het herstructureren van hun uitstaande schulden. Een ander actueel voorbeeld hiervan betreft Turkije dat, ondanks een diepe recessie, ronduit draconische budgettaire maatregelen preferert boven herstructurering.

Vrees voor herstructurering

De vrees voor herstructurering is om twee redenen begrijpelijk. Ten eerste doet een afschrijving op schulden afbreuk aan de reputatie van het betreffende land als een betrouwbare debiteur, waardoor de crediteuren bij toekomstige leningen een hogere rente zullen vragen. Ten tweede bestaat het gevaar dat een deel van de crediteuren, op ongeorganiseerde wijze buiten de herstructureringsonderhandelingen om, via de rechter alsnog naleving van zijn oorspronkelijke vorderingen zal eisen en zich dus als free rider zal gedragen. De afwikkeling van dergelijke individuele rechtzaken kan jaren duren, hetgeen economische activiteiten frustreert en het herstel van de toegang tot de internationale kapitaalmarkt ernstig bemoeilijkt en vertraagt.

Dit risico is in recente jaren belangrijker geworden door de toenemende securitisatie van overheidsschulden, de opkomst van 'tweedehands markten' voor schuldpapieren en derivaten en de activiteiten van zogenaamde 'gierfondsen' (vulture funds), die hun

specialiteit hebben gemaakt van het te gelde maken van door andere marktpartijen afgeschreven claims.

Orde in herstructurering

Om het probleem van een chaotische en langdurige juridische strijd met individuele crediteuren het hoofd te bieden, voorziet het nieuwe IMF-plan in een formele procedure die een ordelijke herstructurering van overheidsschulden mogelijk maakt. Het plan beperkt zich vooralsnog tot de hoofdlijnen en behoeft verdere uitwerking. De voorgestelde procedure kent overeenkomsten met nationale faillissementsregelingen voor bedrijven, in het bijzonder het elfde hoofdstuk van de Amerikaanse faillissementswet. Er is echter een belangrijk verschil: het is bij een soeverein land niet mogelijk om tot een liquidatie van activa over te gaan (althans, niet voor zover deze zich binnen de landsgrenzen bevinden), zodat de regeling zich beperkt tot schulderstructurering en niet kan uitvloeien in een volledig faillissement zoals dat voor bedrijven bestaat.

Onder het voorstel zou een land waarvan het schuldprofiel niet langer houdbaar is, bij het IMF een surseance van betaling kunnen aanvragen. Deze betalingsstop, die in principe maximaal een beperkt aantal maanden zou mogen duren, schept een adempauze waarin het debiteurland met zijn crediteuren een ordelijke herstructurering van de schuldenlast kan overeenkomen. Tijdens de betalingsstop zou de debiteur worden gevrijwaard van juridische procedures, zodat individuele crediteuren de onderhandelingen niet kunnen omzeilen of frustreren.

Een derde partij, mogelijk het IMF, zou aan de crediteuren garanties moeten bieden dat het debiteurland verantwoordelijk handelt. In het bijzonder moet worden zeker gesteld dat de debiteur de juiste macro-economische beleidsmaatregelen neemt om de terugbetaalcapaciteit te vergroten, te goeder trouw onderhandelt en geen ongeoorloofde voorkeursbehandeling geeft aan bepaalde crediteuren of crediteurklassen. Tenslotte zou de tijdens de betalingsstop bereikte afwikkelingsregeling, zodra deze is geaccepteerd door een (al dan niet gekwalificeerde) meerderheid van crediteuren, bindend zijn voor alle schuldeisers.

Voordelen procedure

De belangrijke winst van de geschetste procedure is dat deze zou helpen bij het oplossen van het in de praktijk ervaren crediteurencoördinatieprobleem doordat het voorziet in een manier om non-coöperatieve crediteuren (de free riders) te binden aan een meerderheidsbesluit. Daarmee zou het de kosten van herstructurering voor het debiteurland in termen van juridische processen en de rente-opslag voor toekomstige leningen verlagen. Daarnaast zou het de druk op het IMF verminderen om situaties waarvan de houdbaarheid twijfelachtig is te blijven financieren met een opeenstapeling van grote pakketten. Met een eventuele onthouding van IMF-steun wordt een land niet meer in een onzeker 'zwart gat' gestort: er wordt een ordelijk alternatief geboden.

Het bestaan van een herstructureringsprocedure vergroot voorts voor alle partijen, ook voor de crediteuren, de voorspelbaarheid van de uitkomsten in crisissituaties, waarmee een beter risicomanagement wordt mogelijk gemaakt en bevorderd. De voorspelbaarheid van crisisafwikkeling vergroot op deze manier de stabiliteit van het internationale financiële systeem.

Een bijkomend aspect van de voorspelbaarheid van de uitkomsten onder de formele procedure is tevens dat het bij crediteuren en debiteuren de prikkels vergroot om buiten de rechtszaal, 'in de geest van de wet', onderling tot overeenstemming te komen zonder dat hiervoor een daadwerkelijke toepassing van de juridische mogelijkheden en de bijkomende bemoeienis van het IMF nodig is. Het formele herstructureringsmechanisme zou in praktijk idealiter slechts hoeven dienen als uiterste remedie.

Openstaande thema's

Hoewel het voorstel aldus grote voordelen biedt, staat nog een aantal belangrijke vragen open met betrekking tot de precieze werking en vormgeving van de beoogde herstructureringsprocedure.

Zo kan bijvoorbeeld de vraag worden gesteld of de voorziene constellatie niet leidt tot een groter moreel risico bij de debiteur. Omdat in de context van een soeverein land een liquidatie van activa en daarmee het effectief verschaffen van onderpand niet mogelijk is, bieden normaliter alleen de hoge kosten van contractbreuk een garantie aan de crediteur voor naleving van de financieringsovereenkomst². Het IMF-voorstel beoogt die kosten te verminderen, waarmee het gevaar zou kunnen ontstaan dat een debiteurland eerder geneigd zal zijn een slecht beleid te (blijven) voeren, om vervolgens eenvoudig voor een schulderstructurering te kiezen. Echter, hoewel dit verdere studie behoeft, is op voorhand niet te verwachten dat het morele risico bij de debiteur in praktijk ongewenst groot zou worden.

Ten eerste kan een herstructurering nog altijd gepaard gaan met een aanzienlijke verstoring van de binnenlandse economie van het betreffende land, bijvoorbeeld wanneer een substantieel deel van de te herstructureren schuld in handen is van het binnenlandse bankwezen. Ten tweede blijft een herstructurering - óók een ordelijke - een kostbare en pijnlijke zaak die, zeker in geval van misbruik, nog altijd tot (ernstige) reputatieschade zal lijden voor het betreffende debiteurland.

Een ander, meer praktisch probleem betreft de vraag welke instantie als 'curator' gaat optreden. In het voorstel wordt uitgegaan van een verdeling van verantwoordelijkheden over twee organisaties. In de eerste plaats zou het IMF:

» het verzoek van het debiteurland voor een betalingsstop beoordelen en tevens beslissingsbevoegdheid hebben in het toekennen daarvan;

» een inschatting maken van de hoeveelheid schuldverlichting die nodig is;

» waarborgen bieden aan de crediteuren voor het verantwoordelijke gedrag van de debiteur, onder meer door middel van de beleidsvoorwaarden die het IMF aan het (blijven) toekennen van de

» betalingsstop zou verbinden;

» voorzien in beperkte additionele financiering gedurende en na de betalingsstop.

Daarnaast zou een nieuw, onafhankelijk orgaan, dat mogelijk wel binnen de structuur van het IMF opereert, de onderhandelingen tussen de debiteur en de crediteuren monitoren en optreden als arbiter bij geschillen. Hoewel er vanuit praktisch oogpunt veel te zeggen is voor een sterke inbedding van het herstructureringsmechanisme in de structuur van het IMF, waarmee een krachtig crisismanagement mogelijk zou worden gemaakt, roept het ook vragen op met betrekking tot de neutraliteit van het Fonds in deze materie. Zo zal het IMF in het algemeen zelf een crediteur zijn, hoewel met een preferente status, en mag worden aangenomen dat de bestuursleden van het Fonds de belangen vertegenwoordigen van de aandeelhouders, die (deels) de herkomstlanden van de betrokken particuliere crediteuren vormen. Daarnaast kan het Fonds, wanneer het betreffende debiteurland een IMF-programma had voordat de crisis ontstond, zelf medeverantwoordelijkheid dragen voor de ontstane situatie. Deze overwegingen maken dat bij verdere uitwerking van het voorstel de precieze verantwoordelijkheidsverdeling tussen het IMF en het nieuwe onafhankelijke orgaan en de bijbehorende scheiding van informatiestromen (Chinese walls) een punt van aandacht zullen moeten zijn.

Twijfel aan haalbaarheid

Het belangrijkste openstaande probleem betreft evenwel de politieke haalbaarheid van het plan. Voor een effectieve implementatie is vereist dat de beoogde formele schuldsaneringsprocedure wordt erkend door alle landen waar crediteuren via de rechter naleving van hun vorderingen kunnen afdwingen, hetgeen neerkomt op een noodzaak voor (vrijwel) wereldwijde erkenning. Dit betekent dat een grote dosis 'politieke wil' nodig is, te beginnen bij een aantal bepalende landen zoals de VS. Onduidelijk is in dit stadium of deze politieke wil ook kan worden gegenereerd. Te verwachten valt dat tenminste een aantal landen moeite zal hebben met het afstaan van nationale soevereiniteit, met name in de zin van bevoegdheden van de eigen rechter, aan een supranationaal orgaan. Echter, ook als deze weerstand kan worden overwonnen, mag niet worden verwacht dat al op korte termijn de vruchten van de beoogde procedure kunnen worden geplukt. Helaas blijkt het ontwerpen en implementeren van internationale wetgeving in de praktijk een langdurig proces, dat vele jaren in beslag kan nemen.

Voortgang bestaand beleid

Mede gegeven de hierboven geschetste onzekerheden is het van belang dat de aandacht voor het Kruegerplan niet ten koste gaat van andere, lopende beleidsinitiatieven op het terrein van de betrokkenheid van de particuliere sector bij het oplossen van crises. Hierbij moet bijvoorbeeld worden gedacht aan inspanningen ter bevordering van de opname in obligatiecontracten van zogenaamde 'collective action clauses', die de gezamenlijke vertegenwoordiging van individuele obligatiehouders regelen bij herstructureringen.

Ook moet ernst worden gemaakt met het verstrakken van het feitelijke financieringsbeleid van het IMF en met het vergroten van het analytische inzicht in de houdbaarheid van de schuldsituatie van landen. Deze zaken blijven uiterst relevant en verliezen niet aan urgentie.

Slot

Ten aanzien van zowel de momenteel chaotisch verloopende betalingsstops als de problematiek rond de grootschalige financieringspakketten van het IMF, zou de door het fonds voorgestelde formele herstructureringsprocedure een forse verbetering betekenen. Wel is het vooral nog de vraag of voor het plan ook voldoende politieke steun zal kunnen worden verzameld, aangezien landen bereid zullen moeten zijn om een deel van hun nationale bevoegdheden af te staan aan een supranationale instelling. Ook wanneer het voorstel zelf onverhoopt de eindstreep niet zou halen, is het niettemin een welkome impuls in de pogingen om de private sector te betrekken bij het oplossen van crises, op basis waarvan vooruitgang op deelreinen kan worden geboekt. Deze vooruitgang komt te laat voor de huidige crisishaarden Argentinië en Turkije, maar dit zullen helaas niet de laatste landen zijn die een financiële crisis doormaken

1 A.O. Krueger, *International financial architecture for 2002: a new approach to sovereign debt restructuring*, speech ten overstaan van de National Economists' Club, te Washington D.C., 26 november 2001, te downloaden via <http://www.imf.org>

2 Zie J. Eaton en M. Gersovitz, Debt with potential repudiation: theoretical and empirical analysis, *Review of Economic Studies*, jrg. 48, nr. 152, 1981, blz 289-309.