

Vergaderjaar 2016–2017

**21 501-07**

**Raad voor Economische en Financiële Zaken**

**Nr. 1458**

## **BRIEF VAN DE MINISTER VAN FINANCIËN**

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 11 september 2017

Tijdens het Algemeen Overleg met uw Kamer op 6 juli jongstleden (Kamerstuk 21 501-07, nr. 1456) heb ik toegezegd u vóór Prinsjesdag nader te informeren over ideeën van het kabinet ten aanzien van een vastomlijnd proces voor schuldherstructurering in de eurozone voor overheden, ook wel een «*Sovereign Debt Restructuring Mechanism*» (SDRM) genoemd, en de eventuele implicaties hiervan voor het Eurosysteem. Met deze brief kom ik aan deze toezegging tegemoet.

### *Inleiding*

Er zijn de afgelopen jaren, in reactie op de kredietcrisis en de daaropvolgende Europese schuldencrisis, talrijke noodzakelijke initiatieven ontplooid om de weerbaarheid en veerkracht van eurolidstaten en de EMU als geheel te versterken. Deze initiatieven kunnen worden onderverdeeld in maatregelen die preventief van aard zijn, met als doel om risico's in de financiële sector en de reële economie te beperken, en maatregelen om nadelige effecten te minimaliseren indien risico's zich onverhoopt materialiseren.

Met de oprichting van de bankenunie is ter preventie het toezicht op de financiële sector aangescherpt en op Europees niveau gebracht, om problemen bij banken in een vroeg stadium te signaleren en adequaat aan te pakken. Daarnaast is met de bankenunie een vastomlijnd Europees resolutiemechanisme overeengekomen indien banken, ondanks het aangescherpte toezicht, toch in de problemen komen. Binnen dit mechanisme staat het principe van «*bail-in*» centraal: het zijn in de regel eerst private investeerders en vervolgens de bankensector zelf (via het Gemeenschappelijk Resolutiefonds (SRF)) die opdraaien voor verliezen indien een bank in de problemen komt, in plaats van de overheid en daarmee de belastingbetaler.

Ook ten aanzien van risico's in de reële economie zijn de preventieve raamwerken in Europa versterkt: de begrotingsregels zijn aangescherpt en

de macro-economische onevenwichtigheidsprocedure (MEOP) en het Europees Semester zijn in het leven geroepen. Deze raamwerken moeten waarborgen dat overheidsfinanciën op orde zijn, economische onevenwichtigheden in lidstaten tijdig worden gesignaleerd en aangepakt en dat de economieën van lidstaten voldoende veerkrachtig en toekomstbestendig zijn. Daarnaast is er met het ESM een permanent noodmechanisme opgericht om lidstaten die toegang tot financiële markten verliezen steun te verlenen.

Het kabinet constateert echter dat een voorspelbaar en vastomlijnd proces voor het herstructureren van onhoudbare overheidsschulden, naar analogie met het principe van «*bail-in*» voor banken in de bankenunie, nog onvoldoende is uitgebouwd. Daarmee bestaat er een belangrijk verschil tussen het resolutieraamwerk voor de bancaire sector enerzijds, en voor overheden anderzijds. In beide gevallen gaat het om goeddeels private investeerders en zou de behandeling gelijk moeten zijn in die zin dat de risico's neerslaan bij die partijen die de risico's nemen. Zoals ook aangegeven in de Geannoteerde Agenda ten behoeve van de Eurogroep en Ecofinraad van juli 2017 kan de architectuur van de EMU volgens het kabinet worden versterkt met het verder uitbouwen van een ordentelijk proces voor schuldherstructurering van overheidsschulden.<sup>1</sup>

#### *Voordelen van een SDRM*

Het kabinet is van mening dat een SDRM verschillende voordelen heeft. Ten eerste biedt een SDRM een duidelijk handvat om risico's van een te hoge staatsschuld neer te leggen bij de investeerders in staatsobligaties die deze risico's bewust geaccepteerd hebben, in plaats van deze volledig voor rekening te laten komen van andere lidstaten via het ESM en daarmee de Europese belastingbetaler. Ten tweede drukt de schuld van een land als deze duidelijk onhoudbaar is, op burgers en hindert het – door onzekerheid, hoge risicopremies en een hoge belastingdruk – economische groei, waardoor de problemen groter kunnen worden. Dit kan de ontwikkeling en stabiliteit van het gehele eurogebied schaden. Een herstructurering kan, wanneer het gepaard gaat met geloofwaardige hervormingen, het economische herstel duurzaam ondersteunen.

Ten derde kan een geloofwaardig SDRM een disciplinerende werking hebben en solide economisch beleid in lidstaten bevorderen, omdat het beleggers stimuleert de beprijzing van staatsschuld een betere weergave te laten zijn van de risico's. In aanvulling op de preventieve raamwerken in de EMU worden lidstaten hierdoor aangespoord om verstandig beleid te voeren. Ten vierde vergroot een SDRM de effectiviteit en de slagkracht van het noodhulpmechanisme en derhalve van toekomstige assistentieprogramma's. Door tijdig een herstructurering als voorwaarde te stellen voor steun, en investeerders te laten bijdragen aan de financieringssteun, kunnen assistentieprogramma's kleiner van omvang zijn. Dit beperkt de risico's die het ESM loopt ten aanzien van de betreffende lidstaat en legt minder beslag op de totale capaciteit van het ESM. Ten slotte is de impact van een herstructurering geringer, op zowel de lidstaat als de crediteuren, als er een efficiënt mechanisme bestaat om dit tijdig en ordentelijk te doen.

#### *Nadelen van een SDRM*

In het debat over de introductie van een SDRM worden ook enkele vermeende nadelen aangehaald. Zo wordt gesteld dat het risico bestaat dat investeerders door een SDRM vertrouwen in een lidstaat verliezen.

<sup>1</sup> Kamerstuk 21 501-07, nr. 1439

Een SDRM zou afbreuk kunnen doen aan de bereidwilligheid van investeerders om de schuld van die lidstaat te financieren, waardoor de financieringskosten oplopen. Indien een lidstaat in de toekomst in de problemen komt, wordt gesteld dat een SDRM de crisis kunnen verergeren, omdat investeerders eerder wegluchten.

Op zichzelf klopt het dat het verder uitbouwen van een SDRM gevolgen kan hebben voor de risicopremies op staatsobligaties. Markten prijzen een kans op een herstructurering al (ten dele) in, aangezien ze differentiëren tussen lidstaten met betrekking tot de risicopremies die ze vragen voor het financieren van staatsschuld. Lidstaten waarvan markten veronderstellen dat er een minimaal risico bestaat dat schulden niet worden afgelost hebben doorgaans lagere financieringskosten dan lidstaten waarvan markten veronderstellen dat terugbetaling in het geding kan zijn. Dit effect kan wat toenemen, zoals ook bij banken de rentes opliepen op enkele schuldtitels toen impliciete overheidsgaranties door de introductie van het principe van «*bail-in*» wegvielen, wat destijds een gewenst effect was. Tegelijkertijd biedt een SDRM zekerheid dat herstructurering, indien een lidstaat niet meer in staat is schulden te (her)financieren, tijdig plaatsvindt. Dit verkleint de impact van een herstructurering op crediteuren en de betreffende lidstaat. De financiële crisis heeft daarnaast laten zien dat onzekerheid over het proces bij landen die in de problemen zijn gekomen evenzeer een prijsopdrijvend effect kan hebben. Een vastomlijnd proces geeft helderheid aan markten dat herstructurering in de eurozone op een ordentelijke wijze plaatsvindt. Financiële markten kunnen zodoende risico's beter bepalen, waar een preventieve werking vanuit gaat.

#### *Vormgeving van een SDRM*

Een SDRM kan op verschillende manieren worden vormgegeven, waarbij een basis reeds is gelegd met maatregelen die de afgelopen jaren zijn getroffen, zoals hieronder wordt toegelicht. Een SDRM bestaat grofweg uit twee onderdelen. Ten eerste wordt met een SDRM vastgelegd dat een lidstaat met een onhoudbare overheidsschuld pas aanspraak kan maken op financiële steun van het ESM wanneer er een herstructurering plaatsvindt.<sup>2</sup> Dit waarborgt dat een herstructurering tijdig plaatsvindt en dat alleen financiële middelen worden uitgeleend aan noodlijdende overheden met een houdbare schuldpositie. Ten tweede bevat een SDRM instrumenten waarmee een lidstaat ervoor kan zorgen dat zoveel mogelijk crediteuren aan een herstructurering zullen deelnemen. Hierdoor wordt de ordentelijkheid van een herstructureringsproces gewaarborgd, omdat het risico op zogenoemde «*hold-outs*» (crediteuren die niet wensen deel te nemen aan de herstructurering) wordt beperkt.

In de preambule van het ESM-Verdrag wordt al verwezen naar deelname van de private sector in uitzonderlijke omstandigheden.<sup>3</sup> Het kabinet is van mening dat dit uitgangspunt versterkt kan worden. Bij de aanvraag van een ESM-programma dient standaard eerst een schuldhoudbaarheidsanalyse (DSA) te worden gemaakt om te beoordelen of – en in hoeverre – de staatsschuld van de aanvragende lidstaat onhoudbaar is. Indien uit deze analyse volgt dat een herstructurering van de overheids-schuld noodzakelijk is, dient het assistentieprogramma voorwaardelijk te

<sup>2</sup> Een herstructurering kan in de praktijk op verschillende manieren worden vormgegeven.

<sup>3</sup> ESM-verdrag preambule artikel 12: «In overeenstemming met de IMF-praktijk, dient in uitzonderlijke gevallen een passende en evenredige betrokkenheid van de private sector overwogen te worden in gevallen waarin stabiliteitssteun wordt verstrekt in combinatie met een aantal voorwaarden onder de vorm van een macro-economisch aanpassingsprogramma.»

zijn aan een overeenkomst tussen crediteuren en de betreffende lidstaat om de overheidsschuld weer op een houdbaar pad te krijgen.

Zoals aangegeven is het daarnaast van belang voor de ordentelijkheid van een herstructureringsproces dat er voldoende instrumenten zijn om het risico op «*hold-outs*» te beperken. Het is bij een schulderstructurering gebruikelijk dat de lidstaat zelf verantwoordelijk is voor de onderhandelingen met crediteuren. Zogenaemde *collective action clauses* (CAC's) spelen hierin een belangrijke rol. Deze contractuele clausules zorgen ervoor dat bij een herstructurering alle crediteuren die de staatsobligaties hebben aangekocht, juridisch aan een herstructurering gebonden zijn wanneer een gekwalificeerde meerderheid van de crediteuren van die betreffende staatsobligaties heeft ingestemd met deze herstructurering. Eurolanden hebben zich per 1 januari 2013 gecommitteerd aan het opnemen van een gestandaardiseerde vorm van CAC's in uitgiftes van staatsobligaties. Voor een goed werkend proces is het volgens het kabinet van belang dat een herstructurering tijdig plaatsvindt en dat zoveel mogelijk crediteuren worden gebonden aan het herstructureringsproces.

#### *Gevolgen van een herstructurering voor het Eurosysteem*

Tijdens het eerder genoemde Algemeen Overleg kwamen ook de eventuele gevolgen van een herstructurering van staatsobligaties van een euroland ter sprake, in het bijzonder voor het Eurosysteem. Het Eurosysteem, oftewel de Europese Centrale Bank (ECB) en nationale centrale banken van eurolanden, heeft namelijk, als gevolg van de uitvoering van het gemeenschappelijke monetaire beleid, een aanzienlijke hoeveelheid staatsobligaties van eurolanden op haar balans staan.

Het is bij schulderstructureringen in het verleden voorgekomen dat bepaalde crediteuren zijn uitgesloten van verliezen. Zo heeft het Eurosysteem bij de herstructurering van de Griekse staatsschuld in 2011 geen verliezen geleden, omdat de Griekse obligaties die het Eurosysteem aanhield uit hoofde van het «*Securities Markets Program*» (SMP) en de zogenaemde ANFA-portefeuilles<sup>4</sup> destijds werden uitgesloten van de herstructurering. Griekenland stond de dag voor de herstructurering toe dat het Eurosysteem haar obligaties omwisselde voor nieuwe obligaties, die van de herstructurering gevrijwaard waren. Het is niet vanzelfsprekend dat een dergelijke beschermingsmaatregel ook bij eventuele toekomstige gevallen wordt toegepast, ook omdat dit gevolgen kan hebben voor de deelname van private crediteuren aan herstructureringen. Het Eurosysteem is in 2012 gestopt met het SMP-programma. De obligaties die zijn aangekocht in het kader van dit programma worden langzaam afgelost, zodat de omvang van deze portefeuille op de balans van het Eurosysteem geleidelijk afneemt.<sup>5</sup>

Begin 2015 is het Eurosysteem vanuit de doelstelling van prijsstabiliteit begonnen met het aankopen van staatsobligaties onder de noemer van het «*Public Sector Purchase Program*» (PSPP, onderdeel van het «*expanded asset purchase programme*» (APP)). De omvang hiervan is aanzienlijk groter dan die van het eerdere SMP-programma.<sup>6</sup> Er zijn

<sup>4</sup> ANFA staat voor «*Agreement on Net Financial Assets*» en is een overeenkomst tussen de nationale centrale banken van het eurogebied en de ECB. In de overeenkomst zijn de regels en limieten vastgelegd voor aangehouden financiële activa die verband houden met de nationale taken van de nationale centrale banken.

<sup>5</sup> De omvang van het SMP programma bedraagt momenteel nog zo'n 91 miljard euro (omvang 25 augustus jl.). Eind 2012 was de omvang nog meer dan 200 miljard euro. Zie: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>

<sup>6</sup> De omvang van het PSPP-programma bedraagt momenteel zo'n 1.698 miljard euro (omvang 25 augustus jl.). Zie: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>

daarnaast andere belangrijke verschillen. Zo heeft de ECB bij de aankondiging van het PSPP aangegeven een zogenoemde «*pari passu-status*» te accepteren.<sup>7</sup> Dat wil zeggen dat het Eurosysteem met betrekking tot de staatsobligaties die zij aankoopt binnen het PSPP op een gelijke manier zal worden behandeld als private crediteuren die deze staatsobligaties in hun bezit hebben. Dit impliceert dat het Eurosysteem in geval van een herstructurering van deze staatsobligaties verliezen kan lijden op deze portefeuille.

Veruit het grootste gedeelte, ongeveer negenentachtig procent, van de aankopen van obligaties van eurolanden binnen het PSPP worden gedaan door de nationale centrale banken van het eurogebied. Nationale centrale banken kopen alleen obligaties aan van de eigen overheid. Een aanzienlijk kleiner gedeelte, ruim elf procent, van de obligaties van eurolanden wordt aangekocht door de ECB. Aan de staatsobligaties van eurolanden die op de balans staan van de ECB is DNB blootgesteld naar rato van de kapitaalsleutel van de ECB. Aan de staatsobligaties van eurolanden die op de balans staan van de ECB is DNB blootgesteld naar rato van de kapitaalsleutel van de ECB. Het Nederlandse aandeel in de kapitaalsleutel van de ECB is formeel ongeveer 4%. De niet-eurolanden die deel uitmaken van het Europese Stelsel van Centrale Banken, hebben echter geen recht op een aandeel in de te verdelen winst van de ECB; evenmin hoeven zij eventuele verliezen van de ECB te financieren. Het Nederlandse aandeel binnen de te verdelen winsten en verliezen van de ECB is als gevolg hiervan ongeveer 5,7%.

Gegeven het bovenstaande constateert het kabinet dat de eventuele verliezen die zich voordoen bij een herstructurering van obligaties die op de balans staan van het Eurosysteem met name zullen neerslaan bij de nationale centrale bank van het land dat in de problemen is. Indien de voorzieningen van deze nationale centrale bank onvoldoende zijn om eventuele verliezen te absorberen, zal de nationale centrale bank allereerst interen op haar kapitaal. Wanneer ook dit onvoldoende is, kan de nationale centrale bank te maken krijgen met een negatief eigen vermogen. In dat geval zal de betreffende nationale centrale bank voor een periode geen dividend meer kunnen uitkeren aan de nationale overheid, totdat haar eigen vermogen is aangezuiverd en/of zal de nationale overheid de nationale centrale bank moeten herkapitaliseren. In dit laatste geval kan hier, indien deze overheid een steunprogramma aanvraagt, rekening mee worden gehouden binnen de DSA, het steunprogramma en de omvang van de bijdrage van private crediteuren als onderdeel van een herstructurering.

Vanwege de toegenomen risico's als gevolg van het APP heeft DNB zich genoodzaakt gezien om een voorziening op te bouwen om daarmee haar buffers te versterken. DNB kapitaliseert zich hiermee tegen krediet- en renterisico's die voortvloeien uit dit programma, exclusief kredietrisico's op de blootstellingen aan de Nederlandse overheid. Over zowel 2015 en 2016 heeft DNB 500 miljoen euro aan deze voorziening toegevoegd. De risico's van de blootstellingen op eurolanden in de ANFA-portefeuille worden gedekt door het kapitaal van DNB.

Voor de volledigheid wordt nog opgemerkt dat een hypothetische herstructurering van obligaties niet leidt tot een vereffening van netto saldi van betalingen in het Europese interbancaire betalingsverkeer, de zogenoemde «TARGET2-saldi». Het vereffenen van TARGET2-saldi speelt (theoretisch) alleen bij een uittreding van een lidstaat uit de eurozone, wat niet aan de orde is. Daarnaast constateert het kabinet dat (hypothetische)

<sup>7</sup> [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en\\_dec\\_ecb\\_2015\\_10\\_f\\_sign.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_dec_ecb_2015_10_f_sign.pdf)

verliezen voor het Eurosysteem niet zozeer samenhangen met een SDRM, als wel met een herstructurering van obligaties die op de balans staan van het Eurosysteem als zodanig. Ook zonder een SDRM zouden deze verliezen bij een herstructurering van deze staatsobligaties tot uiting kunnen komen.

In het licht van bovenstaande bepleit het kabinet de noodzaak voor een ordentelijk proces van herstructurering van overheidsschulden ter verdere versterking van de EMU. Naar het oordeel van het kabinet waarborgt een SDRM dat de risico's van het beleggen in overheidsobligaties neerslaan bij partijen die de risico's nemen.

De Minister van Financiën,  
J.R.V.A. Dijsselbloem