

## MIDA TEHA MAKSEVÕIMETUKS MUUTUNUD RIIKIDEGA?

### Finantskriisi lahendamise teoreetilisi aspekte

Maris Leemets

#### ■ Sissejuhatus ■

Kapitali liikumispiirangute vähendamine ning riigipiire ületavate erakapitali voogude kasv on viimasel kümnendil kaasa toonud rahvusvaheliste kapitaliturgude kiire arengu, kuid ka hulganisti finantskriise. Kuigi mitmed rahvusvahelised organisatsioonid, sh Rahvusvaheline Valuutafond, tegelevad pidevalt sellega, et majandus- ja finantskriise ära hoida, ei ole nende täielik ennetamine siiski võimalik. Käesolev kirjutis annab lühiülevaate finantskriiside lahendamise teoreetiliste kontseptsioonide arengust. Üldine põhimõte on see, et iga kriisi lahendamine peab olema võimalikult kiire ja valutu nii asjaosaliste jaoks kui ka rahvusvaheliste finantsturgude toimimise vaatenurgast.

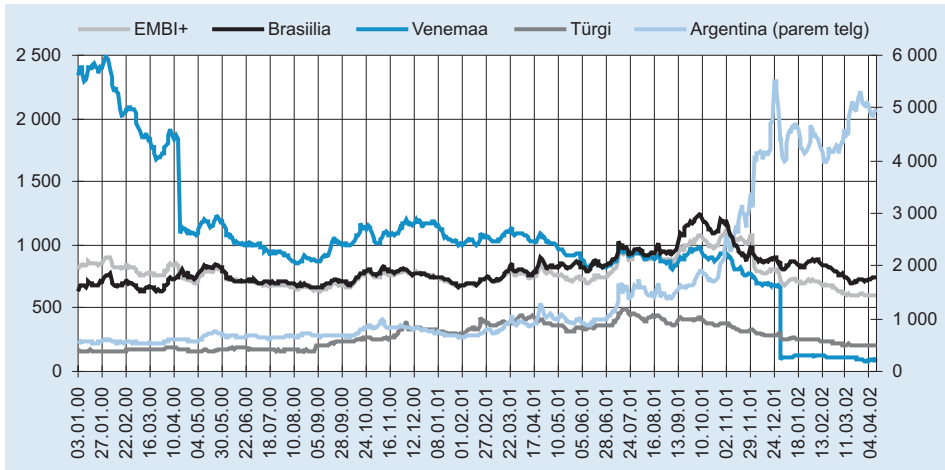
Tavaliselt on finantskriisid tingitud ajutisest likviidsusvajakust ning neid on võimalik lahendada äärmuslike abinõudeta. Kuid on ka sügavamaid kriise, mis saavad alguse liigsest laenamisesest. Probleem on eriti terav arenevates riikides, kus suur sisemaiste investeeringute vajadus ja kohaliku kapitali nappus sunnivad ettevõtteid ja riiki välismaalt laenu võtma. Hooletu laenamise tulemusena võib riigi maksevõime ühel hetkel väheneda sellise tasemeni, kus võetud laenude teenindamine, st laenuintresside ja laenu põhiosa tasumine käib riigile üle jõu ning ta on sunnitud selle peatama. Niisugusel juhul on ainus võimalus probleem lahendada see, kui mõlemad – võlgnik ja kreditorid – mõistavad, et on otstarbekas võlakoorimat muuta ja vajadusel seda ka vähendada, teisisõnu võib restruktureerida.

**Hooletu laenamise tulemusena võib riigi maksevõime ühel hetkel väheneda sellise tasemeni, kus võetud laenude teenindamine käib riigile üle jõu.**

Viimased aastad on olnud rahvusvaheliste finantsturgude jaoks väga keerulised. Usaldusväärse kaotamisel on erinevaid põhjusi, kuid oluline on märkida, et enim on tähtsustunud arenevate riikide sisemaised, nii poliitilised kui majanduslikud probleemid. Näiteks võib tuua peamiselt riigivõla teenindamisega seotud raskused Türgis, Brasiilias ja Argentinas, kuid ka mõnes muus arenevas riigis. Kui Türgi ja Brasiilia probleeme võib nimetada likviidsuskriisiks, siis Argentina puhul oli tegemist riigi maksejõuetusega. Joonis

1 annab ülevaate investeerimispanga JPMorgan Chase poolt arvatava arenevate turgude võlakirjaindeksi EMBI+ (*Emerging Market Bond Index*) muutustest ning indeksiga hõlmatud riikide võlakirjaintresside erinevusest võrreldes arenenud riikide võlakirjaintressidega. Argentina võlakirjad moodustavad praegu vaid 2% kõigi arenevate riikide võlakirjadest (enne 2001. a septembris alguse saanud kriisi ulatus nende osatähtsus 20%ni). Mehhiko, Venemaa ja Brasiilia

poolt emiteeritud võlakirjad moodustavad praegu ligikaudu 60% kõigi arenevate riikide võlakirjadest, lisaks näitab joonis arenevaid riike tabanud usalduskriisi vältust – näiteks Venemaa riskitase alanes pärast riigi 1998. a finantskriisi alles 2000. aastal. Võrdluseks: Eesti ainsa eurovõlakirja intressid erinevad Saksamaa vastavate võlakirjade omadest vaid 60–70 baaspunkti võrra.



Joonis 1. Arenevate riikide võlakirjaindeks EMBI+ ([www.jpmorganchase.com](http://www.jpmorganchase.com))

Argentina, kuid ka näiteks Peruu, Pakistan, Venemaa ja Ukraina torkavad teiste riikide hulgas silma sellega, et neil on tulnud finantskriisi käigus tunnistada end maksejõuetuks ning riik on peatanud oma võla lepingujärgse teenindamise. Just selline situatsioon ongi käesoleva käsitluse keskmes – kuidas lahendada olukord, kui suveräänne riik muutub maksejõuetuks ehk teisisõnu, läheb pankrotti? Alljärgnevalt püüab autor anda lühiülevaate nii sellealase teoreetilise mõtte arengust kui ka täna arutlusel olevast riigivõla restruktureerimise rahvusvahelisest raamistikust.

## ■ Kuidas riigivõla probleemi on varem lahendatud? ■

Vajadust leida lahendus riigi maksejõuetuse ehk pankrotistumise probleemile on tuntud juba rohkem kui sada aastat. 1874. aastal teatas nn Välismaiste Kreditoride Ühendus (*Corporation of Foreign Bondholders*), et näeb vajadust rahvusvahelise reeglistiku järele, mis aitaks korrastada suveräänse riigi ja selle välismaiste kaubanduspartnerite suhted<sup>1</sup>:

*During the autumn of last year, a conference of jurists and public men of various countries ... [discussed] ... the possibility of international agreements upon the principles of law which should determine the liability of sovereign states and foreign subjects in their relations to one another. ... There can be no question as to the advantage that would result from such an agreement.<sup>2</sup>*

<sup>1</sup> Krueger, A. O., *Sovereign Debt Restructuring Mechanism: One Year Later*, 12. novembril 2002 peetud kõne. Vt <http://www.imf.org/external/np/speeches/2002/111202.htm>

<sup>2</sup> Mõõdunud sügisel arutlesid erinevate riikide õigusteadlased ja avaliku elu tegelased võimaluse üle sõlmida rahvusvaheline kokkulepe sellistes õiguslikes põhimõtetes, mis määratleksid suveräänsete riikide ja välissubjektide vastastikused võlakohustused. Pole mingit kahtlust, et niisugune kokkulepe oleks kasulik.

Rahvusvahelisel Valuutafondil valmis 2002. aastal uurimus riigivõla restruktureerimisega seotud ideede arengu lähiajaloo<sup>3</sup>. Uurimuses on keskendutud erinevatele võimalustele, mis aitaksid riikidel võlakriisist väljuda võimalikult väikeste kulutustega nii võlgnikriigi kui ka kreditoride jaoks. Võla kiire ja efektiivne restruktureerimine on ainus viis, mis võimaldab hoida kriisiga seotud kulud võimalikult väikesed.

Uurimuses on vaadeldud mitut perioodi. Esiteks aastad 1970–1981, mil Christopher Oechsli tuli välja ideega, et arenevate riikide võlaprobleeme saaks lahendada 1978. aastal vastu võetud Ameerika Ühendriikide pankrotiseaduse lisa 11. peatüki järgi. Nimetatud peatükk näeb ette, et eraettevõtete pankroti korral püütakse kõigepealt taastada nende finants-

**Arenevate riikide võlaprobleeme saaks lahendada 1978. aastal vastu võetud Ameerika Ühendriikide pankrotiseaduse lisa 11. peatüki järgi.**

positsioon sellisel tasemel, et oleks võimalik nõuda ettevõttelt võlgade tasumist ja anda talle võimalus uuesti alustada. Selleks järgitakse kokkulepitud reegleid, mille abil kreditorid ja võlgnik püüavad võla teenindamise peatamise seotud küsimusi lahendada. Olulisel kohal on enamiku kreditoride võime otsustada restruktureerimise tingimuste üle, maksete ajutine peatamine ning kreditoride huvide kaitse tagamine.

1980. aastate alguses arenevaid riike tabanud võlakriisiga kaasnes samuti olulisi ideid rahvusvahelise pankrotimenetluse kohta 11. peatüki stiilis. Jeffrey Sachs avaldas mõjuka uurimuse "Rahvusvahelise laenamisega seotud teoreetilised küsimused"<sup>4</sup>, kus ta käsitles lähemalt kollektiivse tegevusega kaasnevaid koordineerimisprobleeme, sh kreditoride paanikat, mis sarnaneb olukorraga riigi sees, kui hoiustajad võtavad usalduse kaotanud pangast oma hoiused välja (nn *bank-run*). Selline käitumine viib teatud hetkel panga pankrotti. Samamoodi mõjub riiki finantseerinud kreditoride paaniline riigivara müük riigi finantsolukorrale.

Võlakriisi jätkumine kogu 1980. aastate jooksul viis Ameerika Ühendriigid, mille pangad olid palju Ladina-Ameerika riikidele laenanud, 1989. aastal julge plaanini, mida nimetati USA tolleaegse rahandusministri Nicholas Brady järgi Brady plaaniks. Selle põhisisu oli see, et lootus, nagu maksaksid arenevad riigid välisvõla täielikult tagasi, on põhjendamatu. Plaani alusel anti arenevatele riikidele ametlikult võimalus paluda erasektori kreditoridelt võla vähendamist ning Ühendriigid ise palusid Rahvusvahelist Valuutafondi muuta laenupoliitikat. Erinevalt varasemast lähenemisest tuli nüüd RVFi esimesena kanda laenu vajavatele riikidele üle nende laenuosa, mitte oodata, kuni riik on enne seda kõik oma laenukohustused erasektori (kommertsbankade) ees täitnud. Varasem RVFi poliitika oli kommertsbankadele peamiseks instrumendiks, millega sunniti arenevaid riike oma võlakohustusi täitma<sup>5</sup>.

Aastail 1989–1994 tegi Benjamin Cohen ettepaneku võtta vastu n-ö rahvusvaheline 11. peatükk, millega oleks kaasnenud kas Valuutafondi põhikirja muutmine või täiesti uue

<sup>3</sup> Rogoff, K., Zettelmeyer, J., *Early Ideas on Sovereign Bankruptcy Reorganization: A Survey*, WP/02/57.

<sup>4</sup> Sachs, J., *Theoretical Issues in International Borrowing*, Princeton Studies in International Finance No 54, juuli 1984.

<sup>5</sup> Krugman, P. R., Obstfeld, M., *International Economics. Theory and Policy*, lk 704–705.

rahvusvahelise organisatsiooni – rahvusvahelise võla restruktureerimise agentuuri – loomine. Mõlemad ideed sarnanevad tänaseks välja pakutud ideedele. Juba siis leiti, et rahvusvahelisi võlavaidlusi lahendaval kogul saaks olla ainult pankroti administreerija õigused ning kõik otsused võtaks siiski vastu vaid kreditoride enamus.

1990. aastate alguseks oldi lõpuks võlakriisist üle saadud ning arenevad riigid vähendasid veelgi kapitali liikumiskiiranguid. Sellist poliitikat on ajanud ka Eesti, võimaldades nii välismaistel otseinvesteeringutel lihtsamalt riiki siseneda ning siinseid ressursse efektiivsemalt kasutusele võtta. Kuni Mehhiko 1994.–95. a maksebilansikriisini rahvusvahelise pankroti-protsessi korraldamise alane kirjandus puudus, seejärel aga toimus pööre. RVF eraldas Mehhikole Valuutafondi ajaloo suurima kriisilaenu, mis viis Jeffrey Sachs paljutsiteeritud kõneni<sup>6</sup>, milles osutati rahvusvahelise kapitali liikumisega seotud rahvusvahelise finantsalase õiguskeskkonna puudujääkidele ja Valuutafondi kriisilaenude (nn viimase instantsi laenude) ebaefektiivsusele. Lahenduseks pakkus Sachs muuta Valuutafond viimase instantsi laenajast hoopis rahvusvaheliseks pankrotikohtuks.

## ■ Riigivõla restruktureerimise uued ideed ■

Rahvusvahelise Valuutafondi asedirektor Anne Krueger avaldas 2001. a novembri lõpus esialgseid mõtteid vajadusest töötada välja riigivõla restruktureerimise raamistik (SDRM)<sup>7</sup>. Teema on leidnud tänaseks palju vastukajasi nii kreditoride kui ka võimalike võlgnikriikide poolt.

Idee, mille üle diskuteeritakse on järgmine: riikidel, kellel on kogunenud võlakoorem, mida nad ei suuda tasuda, pole praegu kehtiva rahvusvahelise korralduse järgi võimalik oma võlaprobleeme lihtsal ja arusaadaval viisil lahendada. Senised kogemused viitavad sellele, et riigivõla ümberstruktureerimine on aja- ja kapitalikulukas protsess nii võlgnikriigile kui ka kreditoridele. RVFi poolt pakutav uus mudel toimiks koos erasektori kreditoridega kasutatava lahendusena, st võlgnikriik ja (erasektori) võlausaldajad lepiksid võla restruktureerimise küsimuses omavahel kokku ning loodav raamistik ei laseks spekulatiivsetel kreditoridel takistada lahenduse leidmist kohtusse pöördumisega. Uus mudel välistaks ka RVFi laenu maksevõimetuks muutunud riigile.

**RVFi poolt pakutav uus mudel toimiks koos erasektori kreditoridega kasutatava lahendusena, st võlgnikriik ja (erasektori) võlausaldajad lepiksid võla restruktureerimise küsimuses omavahel kokku.**

Kuidas üle jõu käiva võlakoorma korral riigivõlga restruktureerida nii, et see ei võtaks palju aega ning osa kreditore ei jõuaks selle aja jooksul riiki võla teenindamise peatamise eest kohtusse kaevata? On ju arenevatel riikidel väga erinevaid kreditore, alates suurtest kommertspankadest ja lõpetades üksikisikutega, ning palju on ka erinevaid võlainstrumente – laenud, võlakirjad, kaubanduskrediit jm.

<sup>6</sup> Sachs, J., *Do We Need An International Lender of Last Resort?*, avaldamata käsikiri, 20. aprill 1995.

<sup>7</sup> Tuntud peamiselt ingliskeelse termini *Sovereign Debt Restructuring Mechanism*, SDRM järgi. Vt Krueger, A. O., *International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*, 26. november 2001.

Omaette probleemiks on seadused, mille alusel laen on väljastatud. Nimelt on nüüdisajal tavaline, et arenev riik annab võlakirju välja nende seaduste alusel, mis on jõus arenenud riigis, kus asub finantskeskus. See lihtsustab võlakirjade müüki välisinvestoritele. Ka näiteks Eesti Vabariigi poolt 2002. aastal välja antud esimene nn eurovõlakiri emiteeriti vastavalt Inglismaa seadustele. Konkreetnes finantskeskuses (New York, London, Frankfurt, Tokyo jt) kehtivad seadused annavad investoritele ja võlgnikule erineva ulatusega õigusi. Sealjuures on oluline arvestada, et kõige laiemalt on levinud USAs või Inglismaal kehtivate seaduste kasutamine. New Yorgis kehtivate seaduste alusel väljastatud võla (nn jänkivõlakirjad) teenindamise katkestamise korral ei ole kreditoridel võimalik võlakirjalepingu maksetingimusi muuta. See tähendab, et kui võlgnikriik katkestab sellise võla teenindamise või muudab maksetingimusi, siis on kreditoril õigus pöörduda kohtusse. See suurendab võlakriisi korral survet maksevõimetuks muutunud riigi (vähesele) rahavarule ning aeglustab kogu läbirääkimiste protsessi. Inglismaa seadused võimaldavad lepingu kõiki punkte muuta, kui selle poolt on enamus lepinguga seotud kredidore. Et paljud riigid, nagu juba eespool mainitud, on väljastanud võlakirju erinevate seaduste alusel, siis võib kogu riigi välisvõla ümberstruktureerimine osutada väga aeganõudvaks ja valuliseks.

Milline võiks olla sellise olukorra lahendus? Esimene võimalus on see, et mõlemad pooled saavad aru: probleem laheneb kõigi jaoks kõige valutumalt siis, kui lahendamine toimub võimalikult kiiresti ning vastavalt rahvusvahelisel tasemel kokkulepitud reeglistikule, mistõttu kogu protsess oleks etteaimatav ja vähendaks määramatust. Kuigi osaliselt saab toetuda sisemaise pankrotiprotsessi reeglitele, tuleb samas tõdeda, et riik erineb põhimõtteliselt ettevõttest. Siiski on võimalik üle võtta mõned pankrotiprotsessi põhivaldkondade n-ö head tavad ning rakendada neid ka riigivõla restruktureerimisel ehk SDRMi protsessis. Nendeks tavadeks on:

- 1) **Restruktureerimise küsimuse otsustab enamus.** See tähendab, et võlausaldajad saavad õiguse hääletada ümberstruktureerimise ja selle tingimuste poolt või vastu. Kui vastu hääletab väike osa kreditoridest (vähemus), siis kehtib ka nende jaoks kvalifitseeritud enamuse poolt hääletusel vastu võetud otsus ja ühelgi kreditoril ei ole õigust riiki võla teenindamise peatamise pärast kohtusse kaevata;
- 2) **võlaprobleemide lahendamise ajaks peatatakse kõik tehingud riigi varaga.** Kui kreditorid ja võlgnik ei leia maksete probleemile lahendust enne nende peatamist, peatatakse ajutiselt kõik riigi poolt tehtavad maksed. Maksete ametlik, kuid ajutine peatamine kehtib seni, kuni lepikakse kokku võlakoorma restruktureerimise tingimustes;
- 3) **kreditoride huve kaitstakse eelisjärjekorras.** See tähendab, et restruktureerimise mehhanism peab pakkuma piisavat kindlustunnet ja õiguslikku kaitset kreditoridele just sel ajal, kui riigi võla teenindamine on ajutiselt peatatud. Kreditorid peavad olema kindlad, et samal ajal ei tehta riigivara (st võla tagatise) väärtust vähendavaid tehinguid, mis halvendaks veelgi kreditoride võimalusi välja laenatud raha tagasi saada;
- 4) **eeliskreditori staatus kehtib lisaks rahvusvahelistele organisatsioonidele ka nende kreditoride kohta, kes on pärast riigi probleemide ilmsikstulekut nõus riigile täiendavalt raha laenama;**
- 5) **kogu läbirääkimiste protsessi juhib vaidlusi lahendav agentuur.** Riigivõlaga seotud nn vaidluste lahendamise foorum koosneks Rahvusvahelise Valuutafondi

kõigi liikmesriikide poolt heakskiidetud ekspertide kogust, kelle ülesanne on registreerida kreditoride nõuded, kontrollida nende õigsust ning seeläbi toetada ümberstruktureerimiseks kiire lahendi leidmist. Nimetatud foorumi õigused piirduvad administreeriva rolliga.

## ■ Kokkuvõte ■

Riigivõla restruktureerimise raamistiku väljatöötamine Rahvusvahelises Valuutafondis on seega põhjalik ja suur ettevõtmine. Eesmärk on vähendada rahvusvaheliste turgude toimimisel ilmnenud puudusi, kuid loomulikult ei jõuta kõiki osapooli ning erineval tasemel liikmesriike rahuldava rahvusvahelise kokkuleppeni kergelt, see võib võtta aastaid. Lähiajaloost on teada mitmeid näiteid riikide maksevõime kriisist ja vajadus ühtse raamistiku järele riigivõla restruktureerimiseks on muutunud üha teravamaks. Argentinat ei ole veel suudetud 2001. aastal peatatud võlateenindamise tõttu tekkinud raskest olukorrast välja aidata ja Argentina riigivõlg ei ole selle aja jooksul mitte vähenenud, vaid intresside võrra kasvanud. Loomulikult ei võta rahvusvaheline riigivõla restruktureerimist korraldav kokkulepe riikidelt endilt vastutust liigse laenamise eest, kuid see sunnib ehk nii võlgnikku kui ka kreditore, kes samuti peavad hakkama otsesest kulu kandma, põhjalikumalt kaaluma laenuvõtmise ja -andmisega seotud riske.